

Sector Update



오승엽
Analyst
sungyup.oh@samsung.com
02 2020 7827

최지호
Analyst
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843

■ AT A GLANCE

LG하우시스 (108670 KS, 171,000원)

SELL HOLD **BUY** 235,000원 (+37%)
목표주가

한샘 (009240 KS, 83,200원)

SELL HOLD **BUY** 106,000원 (+27%)
목표주가

KCC (002380 KS, 509,000원)

SELL HOLD **BUY** 624,000원 (+23%)
목표주가

건축자재 (OVERWEIGHT)

구조적 변화 내에서의 선별적 접근

WHAT'S THE STORY?

Event: 건축자재 섹터는 구조적인 성장에 대한 기대감으로 주가 지속적인 상승.

Impact: 건축자재 수요의 구조적인 개선은 명확하나, 중장기적 성장 모멘텀의 수준에 대한 우려가 점차 커지고 있음.

Action: Valuation을 기반으로 하는 선별적인 접근 필요. 섹터 OVERWEIGHT, 향후 성장 속도가 확대되는 LG하우시스 Top Pick.

THE QUICK VIEW

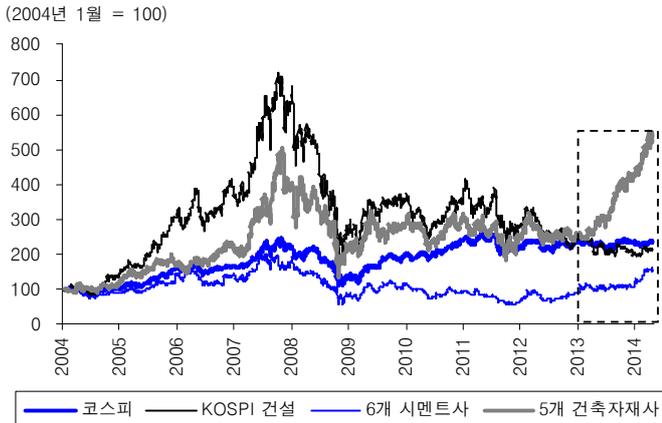
건축자재 섹터의 상승 모멘텀 부각 후 Valuation 확인 필요: 건축자재 섹터의 반등의 근거는, 1) 섹터에서 공급 측면의 구조적인 변화의 성과가 실적으로 가시화; 2) 시장에서 형성되고 있는 중장기적 성장성에 대한 기대감이다. 이에 따라 Valuation Premium이 기업들의 주가에 선반영 되면서, 동사들의 주가가 실적을 선행하는 모습으로 이어지고 있으며, 현재 건축자재 섹터는 12개월 fwd P/E 기준 건설 섹터와 코스피의 60% 프리미엄을 받은 17배에서 거래되고 있다. 시장에서는 2015년의 이익 확대에 대한 기대감이 선반영되어 있으나, Valuation에 기반하는 접근이 필요한 시점이라고 판단된다.

전방산업의 실질 수요증가가 건축자재 성장을 견인: 건축자재의 전방산업에서 실질적인 수요증가가 이루어지고 있다. 첫째는 Q의 증가이다. 서울에 위치한 아파트 위주로 유지보수에 대한 수요가 증가하고 있다. 이러한 인테리어 시장의 질 자체가 대형사들의 A/S를 기반으로 하는 브랜드 위주의 시장으로 변화하면서, 관련기업들이 Target할 수 있는 시장의 규모가 커지고 있는 상황이다. 둘째는 P의 상승이다. 2013년 하반기부터 수도권 분양시장의 정상화가 이루어지고 있다. 경상소득과 자산의 절대값이 높은 서울과 수도권을 위주로 시장이 재편된다면, 아파트 내부구조와 공용면적 부분에 있어서 건축 P의 상황이 높아질 여지가 있다. 당사는 1) 2014년은 입주물량 증가; 2) 2015년 이후는 재개발재건축 증가; 3) 2016년 이후는 리모델링의 수요 증가를 통한 성장동력 확대가 일어나는 시기로 판단한다.

단열재 및 창호 등급 기준 강화가 건축자재 ASP 상승을 유도: 정부가 2010년 단열재 등급별 허용 두께를 15~50% 높이면서, 시장의 변화가 이루어지기 시작했다. 허용 두께는 2013년 9월 30일에 다시 한번 10~60% 높아지면서, 변화속도가 더 빨라지고 있는 모습이다. 단열재뿐만 아니라 2012년 7월 1일부터는 창호 등급제가 시행됨에 따라 실제 판매시 등급을 부여하여 소비자도 인식할 수 있도록 하였다. 창호의 경우 등급모델 수는 LG하우시스, 한화L&C, KCC 순이다. 위와 같은 단열재 및 창호의 등급 상향이 실제 건축자재사들의 ASP에도 영향을 미치고 있다. 금년부터 신축건물, 리모델링 Cycle이 도래하면서 건축자재 업체 중 1) 상향된 등급 수준에 맞출수 있고; 2) 단열재와 창호의 상위 M/S를 가지는 LG하우시스, 한화L&C, KCC와 같은 업체들의 지속적인 약진이 전망된다.

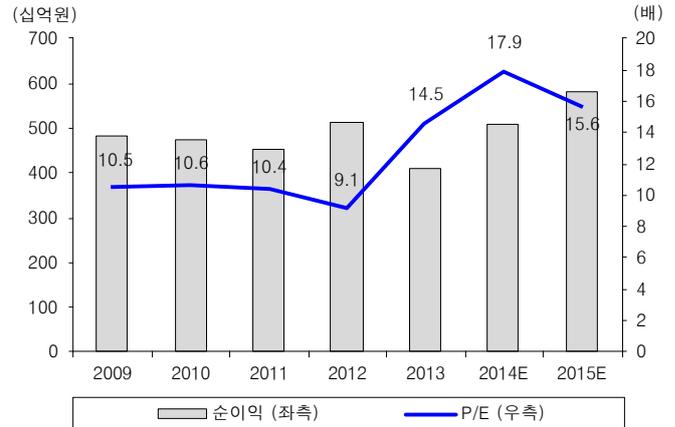
건축자재 섹터 OVERWEIGHT, LG하우시스 Top Pick: 건축자재 섹터가 노후화 및 주택구매 Cycle의 도래, 부동산 분양시장 바닥 벗어남에 따라 구조적으로 개선되고 있다. 그 수혜가 가구 및 인테리어라는 B2C 수요로 가장 크게 나타나고 있으며, 이와 같은 상황은 컨센서스가 제시하는 성장의 속도를 맞출 수 있을 전망이다. 그러나 부엌가구 위주의 모멘텀 시장은 지속할 것으로 예상하지만, 2015년 이후 신규 경쟁구도로 인해 일반가구에서 P의 하락 가능성이 높은 상황이다. 따라서 당사가 주목하는 것은 단열/창호의 재평가이다. 리모델링 시장이 2016년 이후 본격화되면서 상향된 건축기준이 시장에서의 실제로 적용될 것으로 예상된다. 이에 따라 관련 건축자재업체들의 P, Q가 모두 개선되는 모습 기대되며, 관련한 수혜의 중장기적인 개선이 예상됨과 동시에 Valuation Upside가 존재하는 LG하우시스를 Top Pick으로 제시한다. 섹터 내 선호는 상승 모멘텀 확대 시점 기준으로 LG하우시스 (단기+중장기) > 한샘 (단기) > KCC (중장기)이다.

건축자재지수 vs 코스피, 건설지수, 시멘트지수



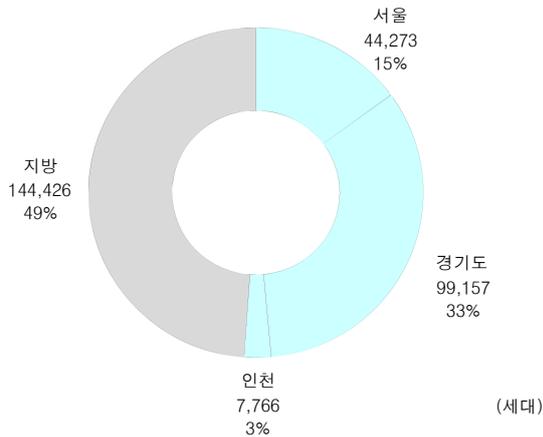
참고: 6개 시멘트사는 동양, 쌍용, 한일, 현대, 아세아(지주사 합산), 성신;
5개 건축자재사는 KCC, 한샘, 한솔홈데코, 에넥스, 벽산
자료: Bloomberg, 삼성증권

7개 건축자재사: 당기순이익 vs P/E



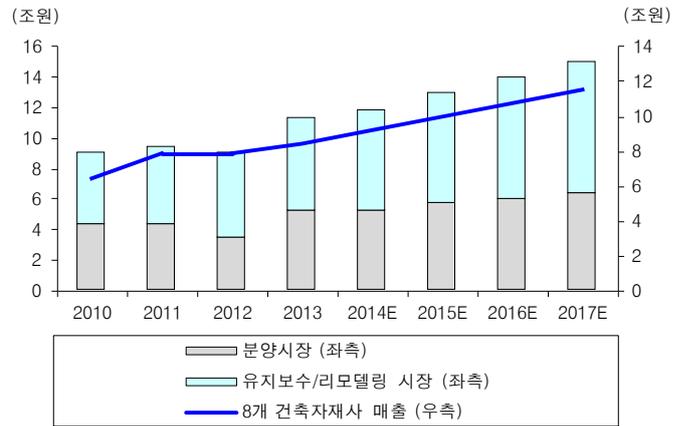
참고: KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산
자료: Quantwise, FnGuide, 삼성증권 추정

2014년 분양계획물량: 수도권 vs 지방



자료: 부동산114, 삼성증권

건축자재 시장 vs 8개 건축자재사 매출



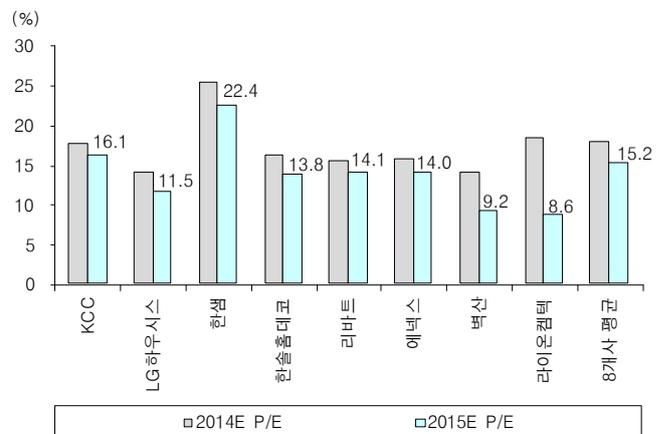
참고: 분양시장 연계된 건축자재시장 확대는 D-2년 가정
자료: 산업자료, 통계청, 부동산114, 삼성증권 추정

참호 등급모델 보유업체

	1등급	2등급	3등급	4등급	5등급	합계
LG하우시스	17	62	81	25	17	202
한화L&C	14	15	23	9	2	63
KCC	12	6	23	8	0	49
남선알미늄	1	7	18	16	2	44
이건창호	8	12	17	4		41
유니크시스템	1	5	17	3		26
원체	2	6	9	7	1	25
금호석유화학	2	4	9	7	0	22
합계	57	117	197	79	22	472

참고: 2013년 6월 18일 기준
자료: 한국패시브건축협회, 삼성증권

컨센서스 기준 2014E, 2015E P/E



참고: KCC 매도가능증권 30% 할인하여 제외;
자료: Quantwise, FnGuide, 삼성증권 추정

건축자재사 Valuation Comparison

	YEAR	KCC	LG하우시스	한샘	한솔홈데코	리바트	에넥스	벽산	라이온캠텍
Ticker		002380 KS	108670 KS	009240 KS	025750 KS	079430 KS	011090 KS	007210 KS	171120 KQ
Rating		BUY	BUY★★★	BUY	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Upside potential (%)		22.6	37.4	27.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Target price (원)		624,000	235,000	106,000	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Closing price (원)		509,000	171,000	83,200	2,315	17,100	1,660	3,085	25,500
Market capitalization (십억원)		5,355	1,533	1,958	162	295	133	212	259
Sales (십억원)	2012A	3,246	2,451	813	189	505	197	390	93
	2013A	3,233	2,677	1,007	234	555	234	399	103
	2014E	3,516	2,923	1,274	n/a	n/a	257	n/a	125
	2015E	3,587	3,149	1,406	n/a	n/a	281	n/a	182
Operating profit (십억원)	2012A	199	57	54	5	3	(11)	13	20
	2013A	232	115	80	8	13	3	20	18
	2014E	295	153	107	n/a	n/a	7	n/a	19
	2015E	305	194	127	n/a	n/a	9	n/a	39
Net debt (십억원)	2012A	459	405	(10)	93	4	13	10	7
	2013A	275	486	(98)	96	(20)	10	(17)	n/a
	2014E	241	428	(197)	n/a	n/a	8	n/a	n/a
	2015E	42	329	(302)	n/a	n/a	3	n/a	n/a
Operating margin (%)	2012A	6.1	2.3	6.7	2.4	0.6	(5.5)	3.3	21.6
	2013A	7.2	4.3	7.9	3.2	2.3	1.3	5.1	17.8
	2014E	8.4	5.2	8.4	n/a	n/a	2.9	n/a	15.2
	2015E	8.5	6.2	9.0	n/a	n/a	3.0	n/a	21.4
EPS (원)	2012A	42,426	2,852	1,656	30	215	(276)	84	1,822
	2013A	23,669	7,230	2,608	83	432	62	189	1,407
	2014E	23,540	10,559	3,501	n/a	n/a	112	n/a	1,332
	2015E	24,608	13,845	4,300	n/a	n/a	138	n/a	2,996
BPS (원)	2012A	499,803	68,994	12,516	1,727	11,185	894	2,441	4,461
	2013A	513,216	74,618	14,250	n/a	11,457	831	2,560	n/a
	2014E	526,717	83,556	18,119	n/a	n/a	966	n/a	n/a
	2015E	541,359	95,827	22,920	n/a	n/a	1,103	n/a	n/a
P/E (배)	2012A	7.1	25.7	11.9	34.6	35.2	(1.5)	4.9	n/a
	2013A	15.3	15.0	12.3	27.9	39.6	26.8	16.3	13.7
	2014E	21.6	16.2	23.8	n/a	n/a	14.8	n/a	19.1
	2015E	20.7	12.4	19.3	n/a	n/a	12.0	n/a	8.5
P/B (배)	2012A	0.6	1.1	1.6	0.6	0.7	0.5	0.2	0.4
	2013A	0.7	1.4	2.3	n/a	1.5	2.0	1.2	n/a
	2014E	1.0	2.0	4.6	n/a	n/a	1.7	n/a	n/a
	2015E	0.9	1.8	3.6	n/a	n/a	1.5	n/a	n/a
EV/EBITDA (배)	2012A	4.6	7.3	7.2	12.8	15.7	(4.3)	1.3	6.7
	2013A	8.0	7.5	7.5	16.5	14.7	25.8	7.2	n/a
	2014E	10.9	8.0	15.6	n/a	n/a	14.4	n/a	n/a
	2015E	10.8	6.8	12.2	n/a	n/a	12.4	n/a	n/a
ROE (%)	2012A	8.9	3.9	18.0	1.5	1.9	(25.8)	3.0	51.0
	2013A	5.0	9.6	24.8	4.8	3.8	8.3	6.5	n/a
	2014E	4.8	12.8	27.6	n/a	n/a	13.5	n/a	n/a
	2015E	4.9	14.9	26.8	n/a	n/a	13.3	n/a	n/a

참고: IFRS 연결 기준; 2014년 4월 25일 종가 기준; 라이온캠텍은 IFRS 별도 기준
 자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

■ 목차

1. 건축자재 현황 점검	p4
2. Macro에 대한 구조적 분석	p9
3. 부동산 시장 변화의 초입기	p13
4. 건축자재 Key Driver	p18
5. 건축자재 섹터내 기업별 경쟁력 분석	p25

1. 건축자재 현황 점검

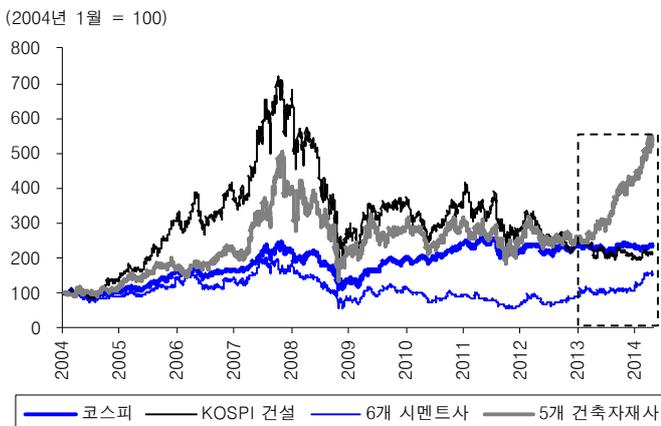
건축자재 섹터의 상승 모멘텀 부각

작년부터 코스피 및 건설지수 Outperform

2012년 이전 건축자재사 및 시멘트 주가는 건설지수, 코스피를 하회하는 모습을 보였다. 금융위기 이전에는 건설업체들이 국내 부동산을 통한 이익과 중동을 중심으로 해외에서 이익 증가가 빠르게 일어나면서 시멘트나 건축자재 섹터보다 상승 모멘텀을 확대해 갈 수 있었으며, 2008년 금융위기 이후에도 해외 지역/공정 다변화를 통한 수주 확대에 나서는 전략적인 접근을 통해 시장의 신뢰를 얻었다. 본격적인 매크로의 반등 상황이 아님에도, 해외에서의 이익 모멘텀 발굴이라는 측면에서 적절한 전략이었으며, 이를 통해 건설사들은 글로벌 경쟁사 대비 경쟁력을 한단계 높이는 계기가 될 수 있었다. 한편, 건축자재와 시멘트는 내수 위주의 제조/판매산업으로써 국내 부동산 경기의 침체로 인한 수요 정체기를 겪었으며, 시장의 관심에서 멀어지는 상황이 2012년까지 지속되었다.

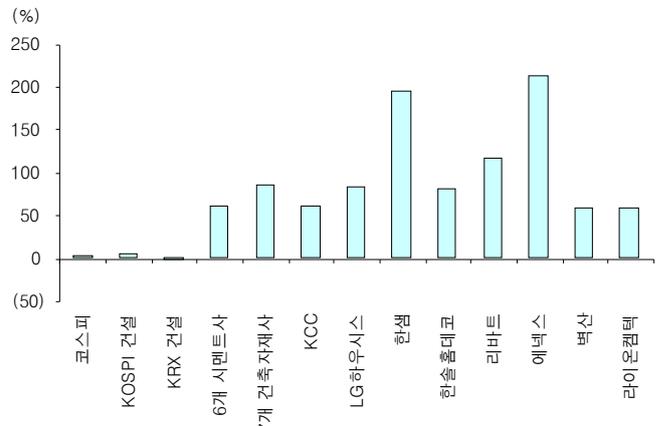
이러한 상황이 역전되기 시작한 것은 2013년부터이다. 건설 섹터의 공격적인 해외수주 확대가 대규모 원가손실로 돌아오기 시작하면서, 건설지수는 조정을 받았으나, 2008~2012년 지속적인 구조조정을 겪은 건축자재와 시멘트 섹터는 오히려 반등이 이루어졌다. 국내 부동산 시장이 정체기를 지나 회복이 더딘 모습을 보였음에도, 1) 가격 인상 / (유연탄) 원가 감소를 통해 마진 개선 효과가 나타난 시멘트 섹터; 2) 오랜 정체기를 통한 (공급) 구조조정 및 구조적으로 바뀌고 있는 부동산 시장에 적합한 Business를 가진 건축자재 섹터가 반등을 이루어냈다. 표면적으로 보면 건설경기에 의존적인 파생적 섹터이지만, 부동산 시장 내부적으로 구조적 변화가 이루어지고 실적으로 이어지면서 시장에서 기업의 영업가치가 재평가되고 있다.

건축자재지수 vs 코스피, 건설지수, 시멘트지수



참고: 6개 시멘트사는 동양, 쌍용, 한일, 현대, 아세아(지주사 합산), 성신;
5개 건축자재사는 KCC, 한샘, 한솔홈데코, 에넥스, 벽산
자료: Bloomberg, 삼성증권

과거 1년 건축자재사별 주가수익률



참고: 7개 건설사는 삼성물산, 현대산업, 대림산업, 대우건설, 삼성ENG, GS건설; 6개 시멘트사는 동양, 쌍용, 한일, 현대, 아세아(지주사 합산), 성신; 7개 건축자재사는 KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산
자료: Bloomberg, 삼성증권

중장기적 성장에 대한 선반영의 기업별 온도차

반등의 근거는 실적 개선 + 중장기적 성장성에 대한 기대감

지난 1년간 7개 건축자재사 (시가총액 기준, KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산) 주가수익률은 84%로 코스피와 KOSPI 건설지수를 각각 83%pt, 87%pt 상회하였다. 건축자재 섹터의 반등의 근거는, 1) 섹터에서 전방산업 수요에 맞는 공급측면의 구조적인 변화의 성과가 실적으로 가시화; 2) 시장에서 형성되고 있는 중장기적 성장성에 대한 기대감이다. 이와 더불어 기본적으로 형성되고 있는 부동산 시장이 바닥을 이미 지났다는 투자자들의 인식이 건축자재 주가들의 반등에 추가 모멘텀을 주고 있다.

한편 건축자재사들 주가는 시멘트사들 주가와는 다소 격차를 보이고 있는데 이는 실적 개선의 요인의 격차 때문이다. 시멘트사들의 실적은 기본적으로 Q의 변화없이 P와 C에 의존하는 흐름을 오랫동안 보여왔으며, 섹터의 구조조정은 몇몇 Player의 가격경쟁 시도에도 불구하고 이루어지지 않았다. 실제로 2013년의 실적 개선도 수급의 변화가 아닌, 시멘트 가격 인상 효과와 유연탄 가격 하락, 원화강세가 겹쳐지면서 마진의 개선 효과로 인한 것이었다. 그렇기 때문에 시멘트 가격 인상이 과연 레미콘사들과 건설사들에게 받아들여질지 여부가 실적의 추가적인 모멘텀의 근거가 될 것이다. 반면 건축자재사들의 실적 개선은 Q의 변화에 의존한다. 전방산업의 부동산 시장이 부진한 현재 시점에 건축자재사들의 판매량이 오히려 빠르게 확대되었다는 것은 이들 회사들의 Business가 현재 시장 상황에 적합한 형태라는 것을 반증한다.

사실 건축자재 섹터 내에서도 실적 개선 및 주가 상승의 정도의 차이가 목격되는데, 이는 현재 부동산 시장의 변화에 그 근거가 있다. 현재 부동산 시장은 Capital Gain에 대한 기대가 많지 않다. 따라서, 부동산 신규매수 수요의 증가가 제한적이며, 1) 이미 보유한 아파트의 유지보수; 또는 2) 전월세에 의존하는 시장으로 흘러가고 있다. 이에 따라 부동산 시장에 연계된 수요가 신규 건축에서 이루어지는 선공정보다는 오래된 아파트를 개선할 수 있는 상품 위주의 후공정으로 재편되고 있다.

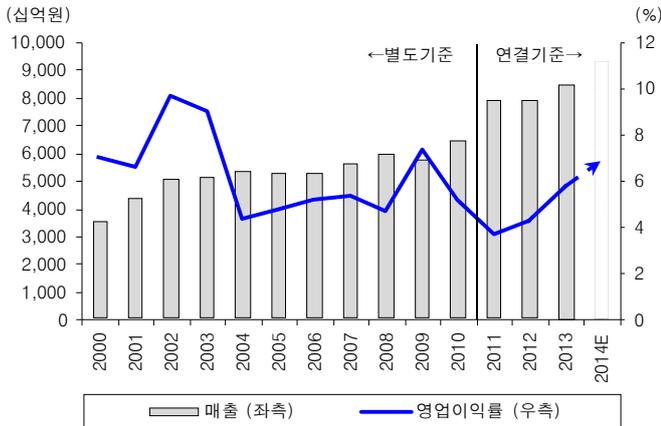
건축자재사 주가 수익률

	시가총액 (십억원)	주가 (원)	절대 주가 수익률 (%)							상대 주가 수익률 (%)				
			1주전	1달전	3달전	6달전	연초대비	1년전	1주전	1달전	3달전	6달전	연초대비	1년전
코스피	1,144,007	1,972	(1.6)	1.6	1.2	(3.7)	(2.0)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
KOSPI 건설	23,849	134	(2.1)	(1.0)	5.6	(3.9)	3.2	2.8	(0.5)	(2.6)	4.3	(0.3)	5.2	1.8
KRX 건설	29,887	724	(2.8)	1.2	2.8	(5.6)	2.5	(2.5)	(1.2)	(0.4)	1.5	(1.9)	4.5	(3.6)
6개 시멘트사	2,617	n/a	(2.3)	0.4	23.8	41.4	31.2	59.1	(0.6)	(1.1)	22.6	45.1	33.2	58.1
7개 건축자재사	9,648	n/a	(1.2)	4.5	16.2	35.2	21.3	84.1	0.4	2.9	15.0	38.9	23.3	83.0
KCC	5,355	509,000	(2.1)	(2.9)	4.8	19.1	8.6	60.6	(0.5)	(4.4)	3.6	22.7	10.6	59.5
LG하우시스	1,533	171,000	2.7	11.0	10.7	35.7	20.8	81.3	4.3	9.5	9.4	39.4	22.8	80.3
한샘	1,958	83,200	(1.5)	20.1	62.5	101.0	65.4	195.0	0.1	18.5	61.3	104.6	67.4	194.0
한솔홈데코	162	2,315	(3.5)	9.2	20.3	29.7	37.8	80.9	(1.9)	7.6	19.0	33.4	39.8	79.8
리바트	295	17,100	2.1	20.0	34.6	52.0	39.0	116.5	3.7	18.4	33.4	55.7	41.0	115.4
에넥스	133	1,660	(1.5)	30.7	108.8	226.1	117.0	211.4	0.1	29.1	107.6	229.8	119.0	210.4
벽산	212	3,085	(3.6)	(2.1)	14.5	21.5	16.0	57.4	(2.0)	(3.6)	13.2	25.1	18.0	56.4
라이온캠텍	258	25,400	(3.4)	20.4	14.7	n/a	22.1	n/a	(1.8)	18.8	13.4	n/a	24.1	n/a

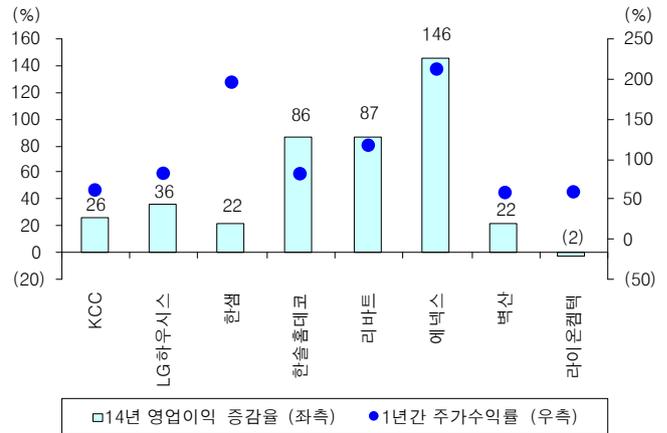
참고: 6개 시멘트사는 동양, 쌍용, 한일, 현대, 아세아(지주사 합산), 성신; 7개 건축자재사는 KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산; 2014년 4월 25일 증가 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

건축자재사 매출 vs 영업이익률



건축자재사 14년 영업이익 증감률 vs 1년간 주가수익률



참고: KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산, 라이온캡텍; 라이온캡텍은 별도; 00-10년 별도, 11년- 연결
 자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

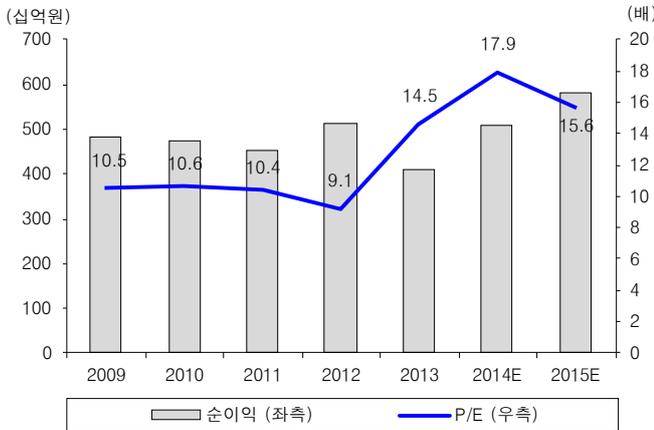
자료: Quantiwise, Bloomberg, 삼성증권 추정

8개 건축자재사들(KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산, 라이온캡텍)은 2011년을 기점으로 영업이익률의 증가를 이루어냈다. 2011년 3.7% 수준까지 낮아졌던 영업이익률이 2012년 4.2%, 2013년에는 5.8%까지 개선되는 모습을 보였고, 전방산업 정체에도 불구하고 매출도 같이 증가세를 보이면서 영업이익이 크게 개선되었다. 지난 1년간 주가수익률과 건축자재사들의 영업이익 증감률을 보면 회사별로 반등폭의 격차가 나타나고 있는데, 이는 각 회사별 Business 모델이 현재 부동산 시장상황에 얼마나 적합한지 여부에 따라 시장이 선제적으로 움직이고 있는 것으로 판단된다. 2013~2014년 실적과 향후 개선에 대한 기대감이 이미 주가에 상당부분 반영된 현재시점에서 우선적으로 분석해야 하는 점은, 건축자재사들이 Target하고 있는 시장인 1) 창호, 단열, 타일, 도장과 같은 B2B에 의존성이 높은 시장; 2) 가구 및 주방가구와 같은 B2C로 방향성이 전환되고 있는 시장에서의 수요 변화이다. 부동산 시장이 향후 과거와 같은 호황기는 아니라고 가정하여도, 건축자재사들과 관련된 수요가 전방산업의 내부의 구조적인 변화를 통해 새로운 증가 모멘텀으로 작용할 수 있다면, 현재 주가수준에서도 이들 회사들의 중장기적 성장성을 기대할 수 있을 것이다.

향후 실적개선 속도를 기반으로 하는 Valuation 검증 필요

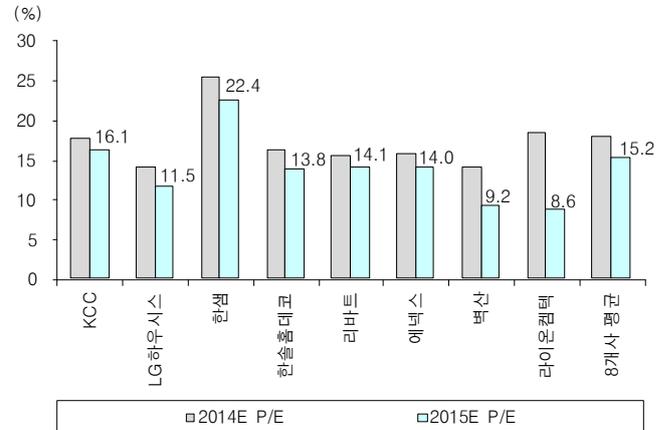
건축자재 섹터의 반등의 근거는, 1) 섹터에서 공급 측면의 구조적인 변화의 성과가 실적으로 가시화; 2) 시장에서 형성되고 있는 중장기적 성장성에 대한 기대감이다. 이에 따라 과거 정체된 시장에서 얻을 수 없었던 Valuation Premium이 기업들의 주가에 선반영 되면서, 주가에 선반영 되면서, 동사들의 주가가 실적을 선행하는 모습으로 이어지고 있으며, 현재 건축자재 섹터는 12개월 fwd P/E 기준 건설 섹터와 코스피의 60% 프리미엄을 받은 17배에서 거래되고 있다. 8개 건축자재사들의 2014년 컨센서스 기준 당기순이익은 전년 대비 23% 증가이며, 건축자재 섹터의 중장기 성장성 요인을 제외한 적정 Valuation을 건축자재사 과거 4년 평균 P/E 10배로 가정하면, 8개 건축자재사들의 당기순이익이 2013년 4,233억원에서 120% 이상 증가한 9,600억원(vs 컨센서스 2014년 5,215억원, 2015년 6,116억원)까지 도달하여야 하는 상황이다. 물론 시장에서는 2015년의 이익 확대에 대한 기대감이 선반영되어 있고, 건축자재 시장의 긍정적인 변화에 관심이 집중되고 있으나, Valuation에 기반하는 접근이 필요한 시점이라고 판단된다.

7개 건축자재사: 당기순이익 vs P/E



참고: KCC, LG하우시스, 한샘, 한솔홈데코, 리바트, 에넥스, 벽산
 자료: Quantiwise, FnGuide, 삼성증권 추정

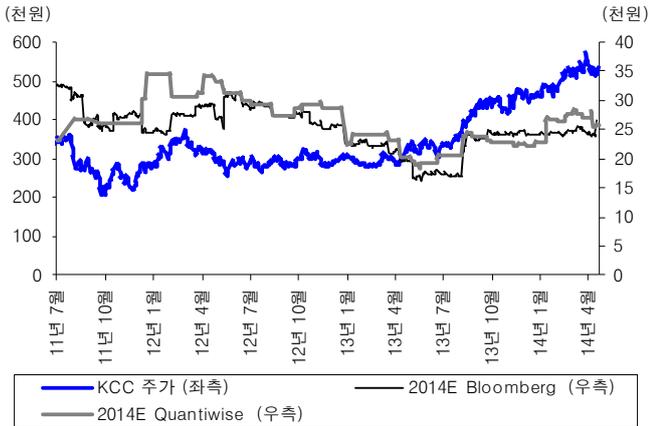
컨센서스 기준 2014E, 2015E P/E



참고: KCC 매도가능증권 30% 할인하여 제외
 자료: Quantiwise, FnGuide, 삼성증권 추정

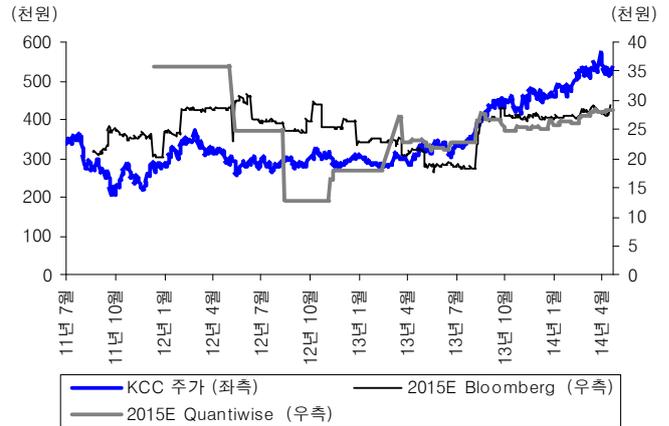
이와 같은 Valuation Premium 상황은 Macro, 부동산 시장, 건축자재 시장의 변화가 두드러지는 2014년부터 지속적으로 진행될 것으로 예상되며, 선행하는 주가에 실적이 후행하며 Matching하는 모습이 이어질 전망이다. 건축자재사들 입장에서도 분기별 실적에서 지속적으로 개선되는 모습을 보여주어야 현재와 같은 주가 상승 추이를 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 당사의 현재시점에서의 목표는, 1) 기업의 성장 Premium에 대해서 Top-down 분석을 통한 중장기 방향성에 대한 분석과 향후 수요의 구조적인 변화에 대한 확인을 하고; 2) 건축자재 섹터 내에서 최대의 수혜를 받을 수 있고, 상대적으로 저평가된 기업들을 찾음에 있다.

KCC 주가 vs 2014E EPS 추정



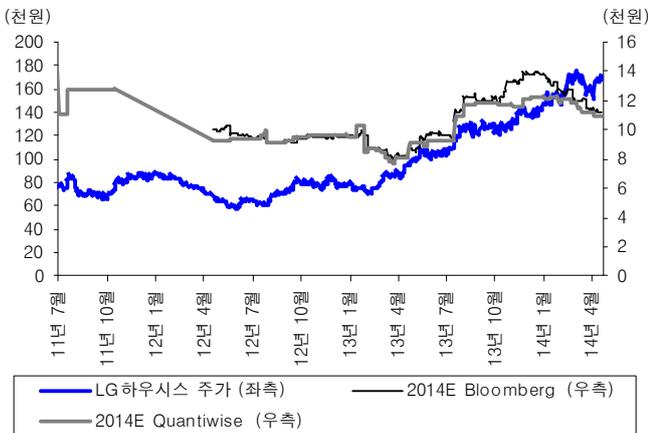
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권

KCC 주가 vs 2015E EPS 추정



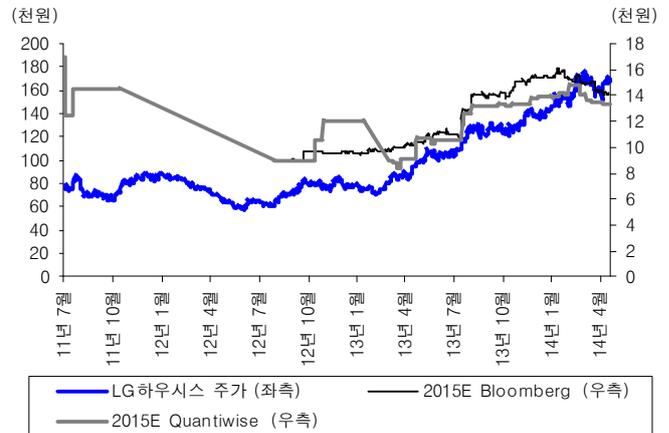
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권

LG하우시스 주가 vs 2014E EPS 추정



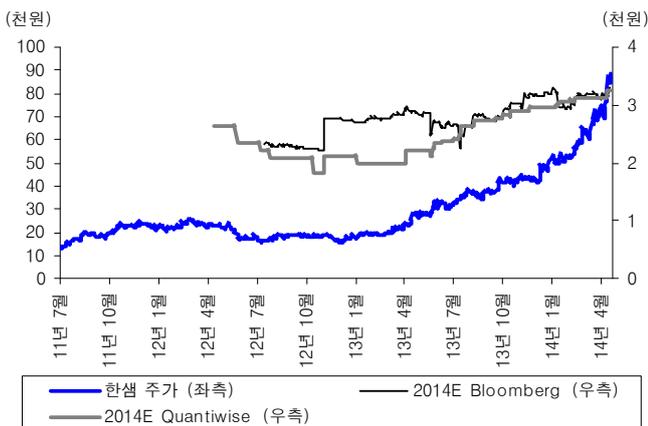
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권

LG하우시스 주가 vs 2015E EPS 추정



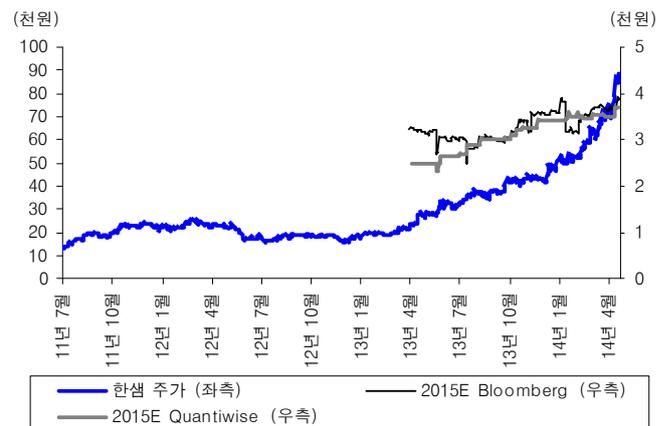
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권

한샘 주가 vs 2014E EPS 추정



자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권

한샘 주가 vs 2015E EPS 추정



자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권

■ 목차

1. 건축자재 현황 점검	p4
2. Macro에 대한 구조적 분석	p9
3. 부동산 시장 변화의 초입기	p13
4. 건축자재 Key Driver	p18
5. 건축자재 섹터내 기업별 경쟁력 분석	p25

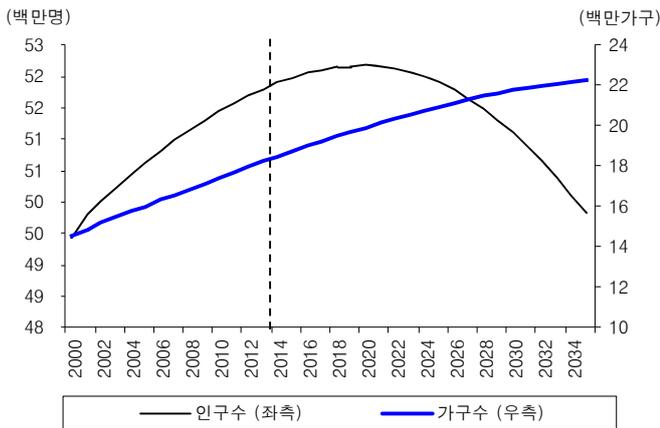
2. Macro에 대한 구조적 분석

인구구조의 변화에서 주택수요의 Upside 찾기

인구의 양적 증가의 종결 = 수요 감소?

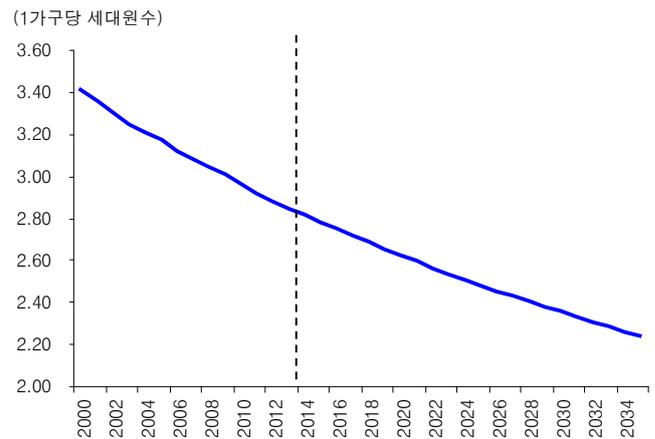
저출산 및 고령화로 인해 중장기적인 관점에서 인구감소 지속이 예상되며, 시장에서는 이로 인한 주택수요의 구조적인 한계성을 지적하고 있다. 그러나 실제로 통계청에 따르면 인구수와는 별개로 가구수는 증가세를 지속할 것으로 전망되는데, 이는 2000년 1가구에 3.41명에 달했던 1가구당 세대원수가 2013년 2.84명, 2035년에는 2.24명까지 하락할 것으로 예상되기 때문이다. 연장선상에서 가구수의 증가세 지속은 인구증가세 둔화로 인한 주택수요의 감소를 상쇄시키는 효과를 낼 수 있을 것으로 기대된다.

인구수 vs 가구수 추정



참고: 인구수는 중위가정 기준
자료: 통계청, 삼성증권

1가구당 세대수



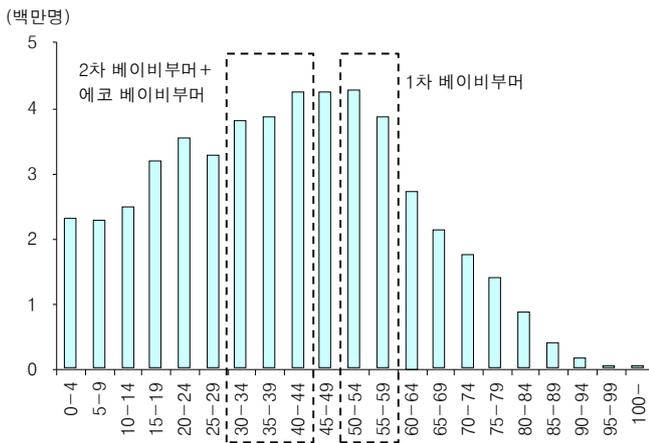
자료: 통계청, 삼성증권

2차/에코 베이비붐 세대의 주택구매 Cycle

1955년~1963년 사이에 출생한 1차 베이비붐 세대를 통해 주택시장이 견인되었고, 서울에서 서울외곽으로까지 수요급증이 이루어졌다. 이후 2000년대 들어서면서 한국의 경제성장과 함께 이들의 수요는 중대형 아파트로 확대되는 모습을 보였다. 이와 같은 상승의 방향성(지역: 서울→수도권, 규모: 소형→중대형)이 2010년부터 1차 베이비붐 세대가 본격적으로 은퇴시기로 접어들면서, 주거패턴의 역변화(지역: 수도권→서울, 규모: 중대형→소형)가 이루어지고 있으며, 이는 현재 주택시장의 변화의 Key로 해석되고 있다. 기본적으로 저출산 고령화에 따른 인구 정체 또는 감소의 추세와 2008년 금융위기 이후 주택시장 정체로 인해 Upcycle에 대한 불신이 겹치면서, 1차 베이비붐 세대들의 은퇴 및 부동산 자산의 유동화를 통한 자금마련을 이유로 부동산 시장에 대한 중장기적인 시각이 좋지 않은 상황이다.

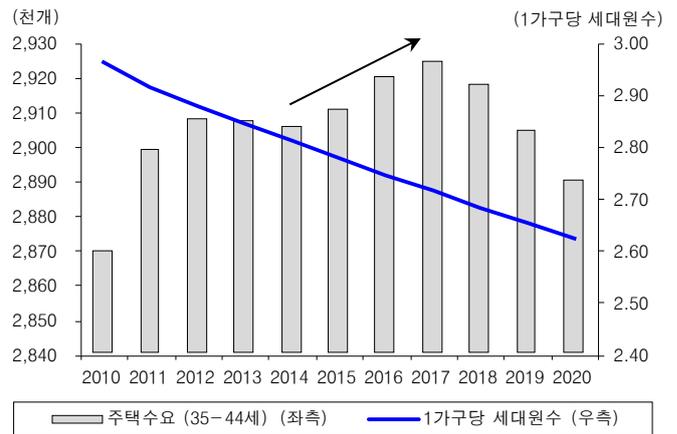
그러나 당사는 이러한 시장에서도 실질수요를 기반으로 하는 2번째 Cycle이 오고 있다고 판단한다. 이는 경제성장 속도의 둔화로 부동산 시장에서 과거와 같은 투자수익을 얻기 힘든 것은 사실이나, 1차 베이비붐 세대에 이어 1968~74년의 2차 베이비붐 세대와 1979~1985년의 에코 베이비붐 세대의 도래로 실질수요를 기반으로 하는 주택 구매 Cycle이 두번째로 오고 있기 때문이다. 또한 고령화가 진행되고 실질수요를 인구기준으로 판단하면 감소추이에 있는 것은 맞지만, 실제 주택수를 결정하는 1가구당 세대수의 감소를 감안한 주택수요를 판단하면, 2017년까지 주택수요 증가세가 전망되기 때문에, 당분간 Macro 측면에서도 주택수요가 갑작스러운 감소를 겪을 것으로 보이지는 않는 상황이다.

연령대별 인구 분포



자료: 통계청, 삼성증권

2차/에코 베이비붐 세대 (35-44세) 주택수요 전망

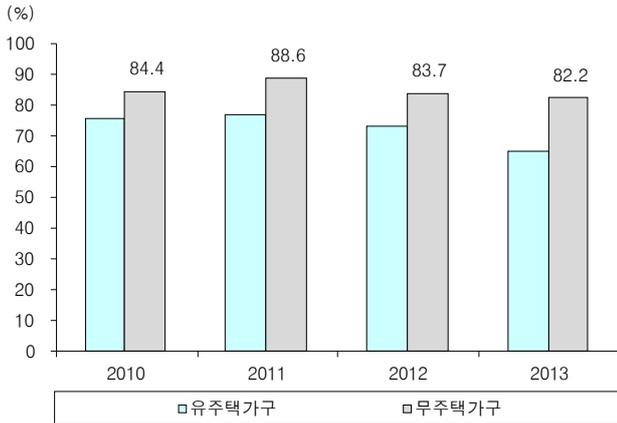


참고: 주택수요 = 인구수 / 1가구당 세대원수

자료: 통계청, 삼성증권

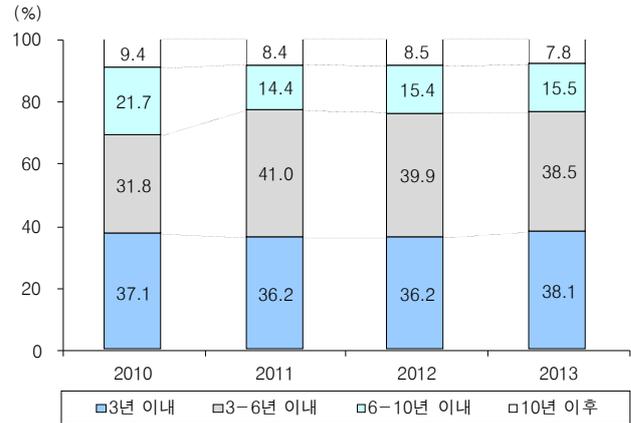
한편 한국주택금융공사의 '2013년도 주택금융 및 보금자리론 수요실태'에 따르면 유주택자의 주택구입의향은 2012년 73%에서 64.9%로 낮아졌으나, 아직까지 무주택자의 82.2%가 주택구입의향이 있는 상황이다. 또한, 주택구입의향 시기가 3년 이내가 38.1%로 전년 대비 1.9%p 증가하고, 무주택자의 구입의향 주택가격 또한 전년 대비 3,211만원 증가하여, 무주택자들의 자금여력의 Key가 되는 대출상황이 개선된다면 에코베이비붐 세대의 2차 Cycle 수요가 실제 시장에서의 구매로 이어질 수 있다고 판단한다.

주택구입의향: 유주택가구 vs 무주택가구



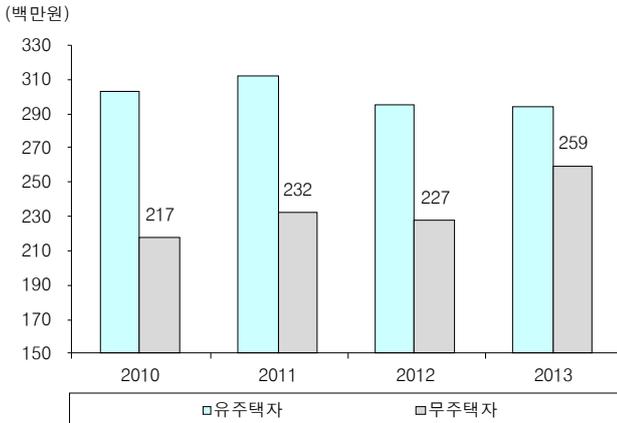
자료: 한국주택금융공사, 삼성증권

주택구입의향 시기



자료: 한국주택금융공사, 삼성증권

구입의향 주택가격: 유주택가구 vs 무주택가구



자료: 한국주택금융공사, 삼성증권

주택 유무별 주택 관련 규제 완화 과제

구분 (%)	전체	주택보유	
		O	X
Base	5,000	2,973	2,027
취득세 및 등록세 인하	30.9	31.8	29.5
1가구 1주택자에 대한 양도세 적용기준 완화	16.0	15.8	16.3
은행 등을 통한 이용가능 대출금액 증액	12.3	8.4	18.1
종합부동산세 등 보유세 부담 완화	11.2	12.5	9.3
1가구 다주택자에 대한 중과세 적용기준 완화	10.5	14.2	5.2
재건축 관련 규제의 완화	6.2	7.0	5.0
분양가상한제 등 건설업체에 대한 규제 완화	6.1	5.5	7.1
특별한 규제 완화가 필요없음	6.7	4.8	9.5

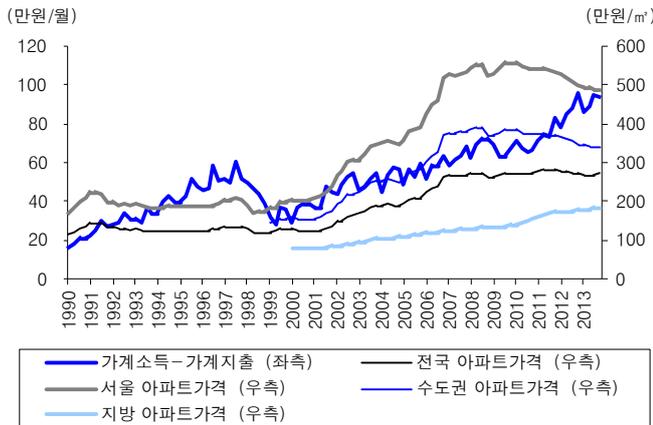
자료: 한국주택금융공사, 삼성증권

아파트 구매에 대한 부담 감소

과거 서울 및 수도권의 빠른 아파트 가격 상승은 금융위기 이후 지난 5년간 동시장의 정체 및 조정을 야기시켰다. 부동산114의 아파트 가격을 보면 서울 및 수도권의 아파트 가격은 2000년 초반 빠른 상승 이후 조정을 겪었으나, 지방 아파트는 반등폭이 적었던 대신 점진적인 상승을 보였다. 이는 서울이나 수도권 시장 모두 실질수요에 입각한 시장으로 바뀌고 있음을 의미하며, 가계순소득의 증가추세를 감안하면, 1가구의 아파트구매 노력자체는 상승하고 있는 상황이다. 물론 서울 및 수도권의 절대가격 자체가 아직 지방 가격의 1.87~2.67배에 달하지만, 지난 5년간의 조정구간을 거치면서 적체된 수요가 많다고 판단되며, 특히 현재 서울 및 수도권에서 전월세 비중 증가로 인한 거주비의 증가가 계속되면서, 매수에 대한 의지가 강해지고 있다. 아파트 구매에 걸리는 개월수를 보아도 2008년부터 지속적으로 하락하는 모습 볼 수 있으며, 하락폭은 서울 및 수도권이 두드러진 점을 볼 때, 이들 지역에서 시장에서 인식하는 현재 가격에 대한 부담은 완화된 것으로 보여진다.

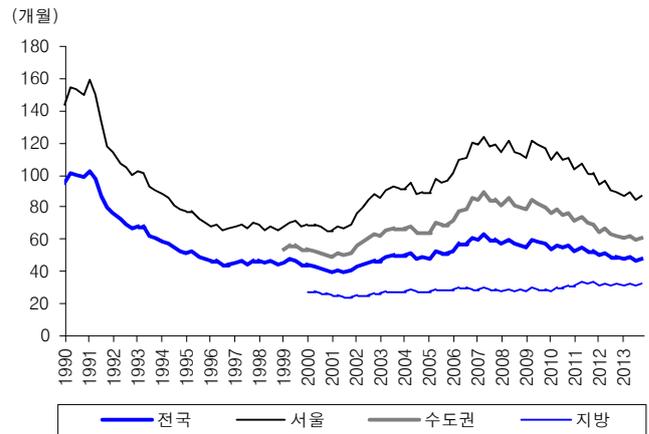
또한 에코 베이비붐 세대의 아파트 구매는 1차 베이비붐 세대의 은퇴를 통한 증여를 기반으로 이루어짐을 가정하면, 현재 1차 베이비붐 세대의 은퇴로 인한 서울→수도권 외곽, 중대형→소형으로 이동과 함께, 에코 베이비붐 세대의 아파트구매로의 자금유입이 확대될 것으로 예상된다. 한편, 이와 같은 1가구의 분할과 소형 위주의 재편성 Trend는 고령화가 지속되고 있는 일본이나 부동산의 절대가격이 높은 영국에서 이미 나타나고 있다. (일본정부는 이러한 상황을 인지하고 관련한 세계 혜택인, 부모가 자녀에게 주택 구입자금을 증여 시 최대 1,500만엔까지 증여세를 비과세하는 제도를 2010년 도입하여 2014년까지 시행 중이며, 영국에서도 부모의 도움을 통한 주택 구매 일반적)

가계순소득 vs 아파트가격



참고: 가계소득/지출은 전국, 도시, 명목, 2인 이상 기준
 자료: 부동산114, 통계청, 삼성증권 추정

아파트 구매 개월수



참고: 아파트 구매 개월수 = 아파트 구매 가격 / 월가계소득;
 가계소득은 전국, 도시, 명목, 2인 이상 기준;
 아파트 가격은 66-82.5㎡의 소형평형 기준
 자료: 각 사, 삼성증권 추정

■ 목차

1. 건축자재 현황 점검	p4
2. Macro에 대한 구조적 분석	p9
3. 부동산 시장 변화의 초입기	p13
4. 건축자재 Key Driver	p18
5. 건축자재 섹터내 기업별 경쟁력 분석	p25

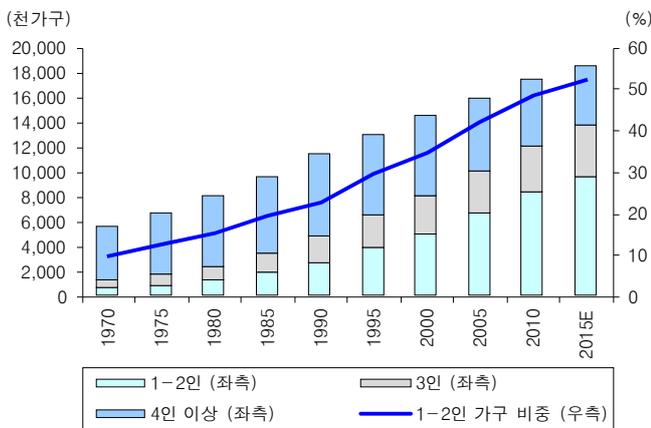
3. 부동산 시장 변화의 초입기

구조적 변화, 주택 소형화로 인한 건축자재 수요의 확대

실수요 의존성 상승은 주택시장의 소형화로

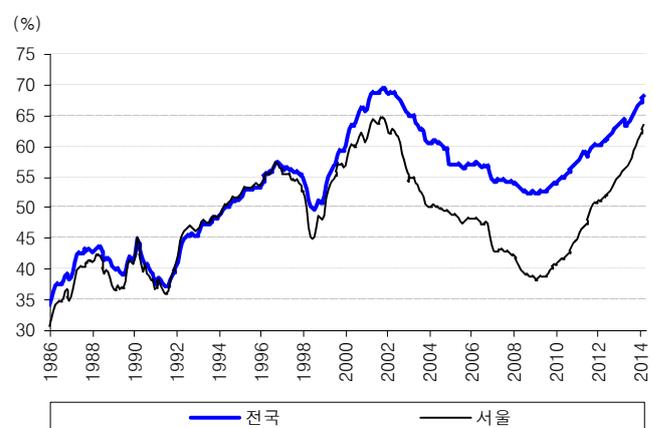
2008년 금융위기 이후 정체된 주택시장에서 신규수요 Cycle이 도래하고 있다. 그러나 실제로 구매자들은 과거와 같은 자산가격 상승을 기대하고 구매를 하고 있지는 않으며, 이에 따라 과거 Upcycle에서 무이자 Leverage로 활용되었던 전세대출이 투자자들에게 무의미해진 상황이다. 따라서, Capital Gain이 부재한 시장에서 전세의 부족현상, 연장선상에서 전세매매가 비율의 지속적 상승이 나타나고 있으며, 시장에서는 투자자들이 보유자산을 수익형으로 변환시키기 위한 전세에서 월세로의 전환이 이루어지고 있다. 이와 같은 상황은 최근 소형주택이 중대형주택 대비 가격상승이 더 빠르게 진행되고 있는 점에서도 확인할 수 있다.

1-2인 가구 비중



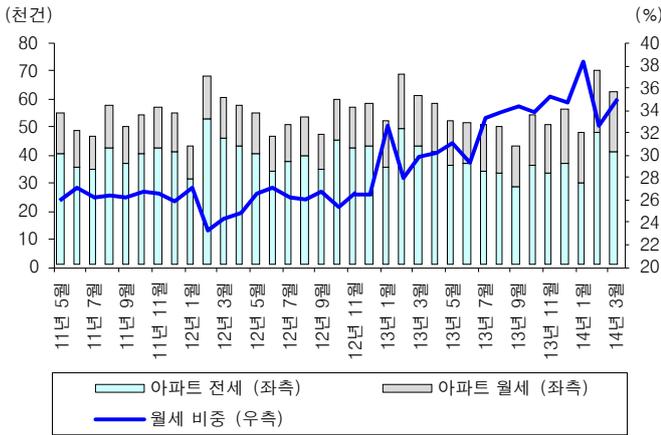
자료: 통계청, 삼성증권 추정

아파트 매매 전세 비율



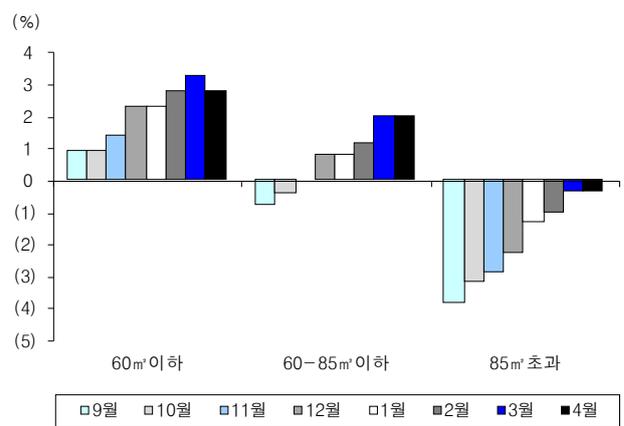
참고: 중위가격 기준
자료: 국민은행, 삼성증권 추정

전월세 계약형태별 거래건수



자료: 국토교통부, 삼성증권

전국 아파트 매매가격 (재건축 제외)

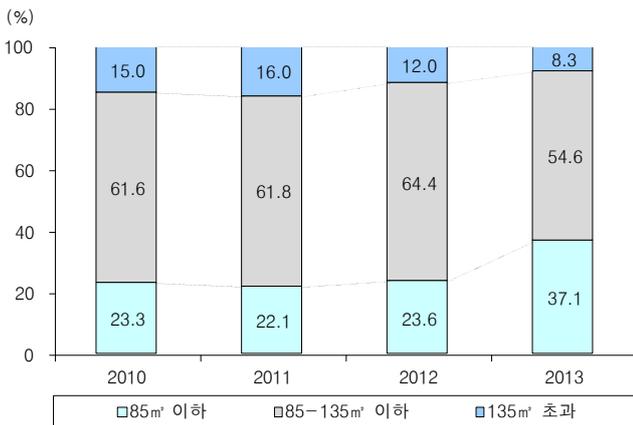


자료: 부동산114, 삼성증권

단위면적당 건축투입비의 증가

임대차시장의 변화의 내면에는 구매자들의 인식 변화가 주요 축을 이루고 있다. 과거 구매자/투자자들이 부동산을 투자형 자산으로 인식하였다면, 현재는 부동산을 수익형 자산으로 인식하고 있다. 현재 부동산 시장의 방향성은 1차 베이비붐 세대의 은퇴 도래 및 예코 베이비붐 세대의 독립으로 인한 가구 분리, 연장선상에서 과거 중대형주택에서 (예코 베이비붐 세대의) 실수요를 기반으로 하는 수도권 소형주택과 (1차 베이비붐 세대의) 서울외곽 소형주택의 수요증가이다. 여기서 건축자재 섹터에 영향을 미치게 되는 Key Factor는 과거 소형에서 중대형주택으로의 자금 흐름이 역방향으로 흐르게 되면서, 1개 주택당 갖춰야 하는 부엌 및 욕실의 절대개수가 증가하게 된다는 점이다. 따라서, 현재 진행되고 있는 주거형태의 변화는 건축투입비의 증가와 건축자재업체들이 Target할 수 있는 시장의 중장기적 성장을 의미한다. 실제로 60평형 기준 인테리어 비용에서 주방과 욕실이 차지하는 비중은 각각 21% 11%지만, 평형대가 작아질수록 그 비중은 커져, 25평형 기준으로는 각각 29% 19%까지 달한다.

구입의향 주택면적



자료: 한국주택금융공사, 삼성증권

평형대별 인테리어 비용

	60평		49평		38평		25평	
	비용	비중	비용	비중	비용	비중	비용	비중
거실	593	19	502	19	386	16	278	16
주방	652	21	622	23	596	25	490	29
현관	139	5	135	5	128	5	133	8
욕실1	349	11	331	12	328	14	327	19
욕실2	331	11	316	12	314	13	0	0
침실1	309	10	253	9	155	7	129	8
침실2	272	9	285	11	237	10	226	13
침실3	170	6	135	5	102	4	105	6
침실4	135	4	128	5	95	4	0	0
침실5	100	3	0	0	0	0	0	0
합계	3,050	100	2,706	100	2,343	100	1,687	100

참고: Organic Nature 기준; 부가세, 철거비, 공과잡비 미포함

자료: 홈씨씨, 삼성증권

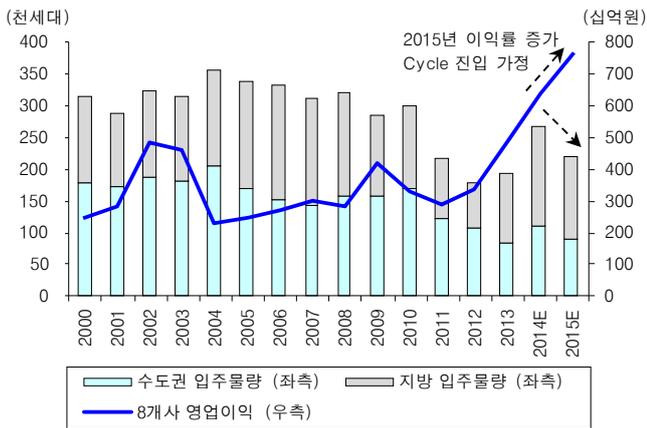
14년 입주물량 + 15년 이후 재개발재건축 + 16년 이후 리모델링

부동산 시장의 (실수요를 기반으로 하는 소형화 위주의 시장이라는) 구조적인 변화와 더불어, 전방산업에서도 실질적인 수요증가가 이루어지고 있다. 당사는 1) 2014년은 입주물량 증가; 2) 2015년 이후는 재개발재건축 증가; 3) 2016년 이후는 리모델링의 수요 증가를 통한 성장동력 확대가 일어나는 시기로 판단한다.

1) 입주물량: 2014년 B2B 수요 정상화 시기

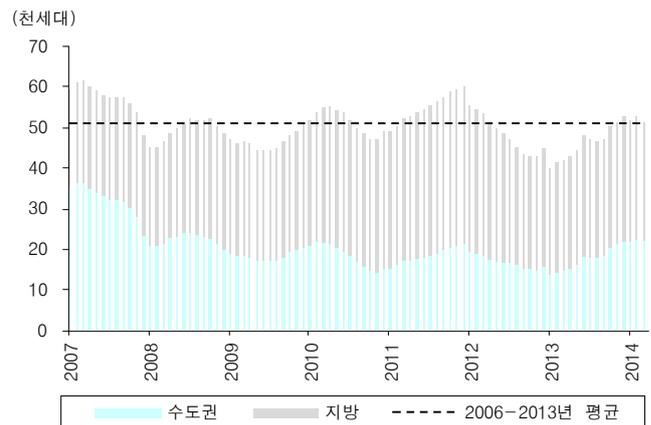
2014년 건축자재사들의 전방산업 연계시장 확대의 가시화의 Key는 입주물량의 증가이다. 2014년 전국기준 입주예정물량은 267,912세대로 전년 193,488세대 대비 38.5% 증가한 수준이며, 아파트 거래량 또한 2013년 초 바닥을 찍고 올라와 2006~2013년 평균치인 50,000세대/월에 도달한 모습이다. 따라서, 2014년에는 B2B 시장의 확대를 통한 실적개선이 전망된다. 건축자재사별로 B2B 시장에 대한 노출도 70~80% 수준을 가정하면 관련 매출 25~30% 증가 예상되며, 2014년 컨센서스 기준 8개 건축자재사의 EPS 성장률은 23.2%로 이와 같은 전방산업의 개선을 반영하고 있는 것으로 보여진다. 한편 2015년에는 2014년 대비 입주물량 감소에도 불구하고 시장 컨센서스는; 1) 건축자재사들의 Business의 전방산업 중 건설부문 B2B에 대한 의존도 감소와; 2) 건설부문 B2C를 통한 Top-과 Bottom-line의 동시 증가를 가정하여 이익 개선의 지속을 전망하고 있다.

재고+입주물량 vs 8개 건축자재사 영업이익



참고: 8개 건축자재사 영업이익은 컨센서스 기준
 자료: 부동산114, Quantiwise, 삼성증권 추정

(12개월 이동평균) 아파트매매 거래량

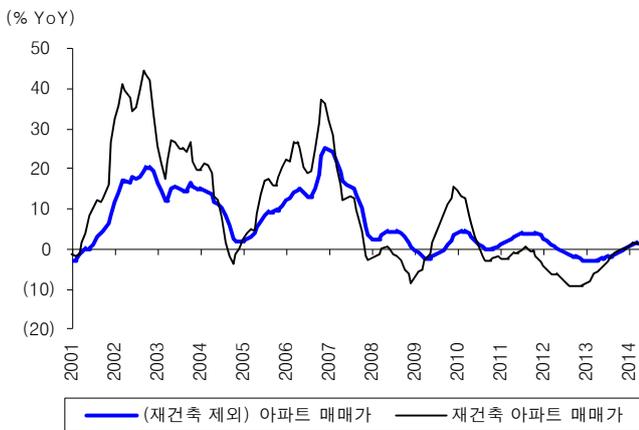


자료: 온나라, 삼성증권

2) 재개발재건축: 2015년 이후 B2B 성장동력 확보

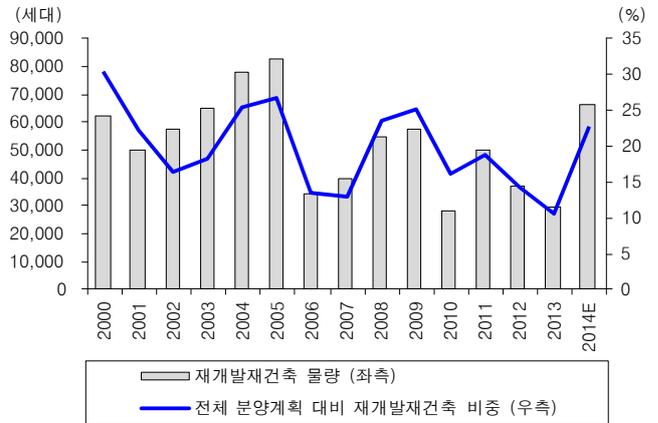
부동산 가격 상승기에는 소유주와 건설사 모두에게 수익을 안겨주던 재개발재건축 시장이, 향후 Capital Gain에 대한 기대감 감소로 인해 진행이 되지 않았고, 지난 5년간 정체기가 지속되었다. 그러나 이러한 상황이 최근 들어 변화하고 있다. 연초 분양시장 개선세와 맞물려, 강남권 재건축을 중심으로 시장의 관심이 다시 증가하고 있는 상황이다. 이에 따라 기존 아파트의 시장가격보다 조정폭이 컸던 재건축 아파트의 가격이 더 빠른 반등세를 보이고 있고, 재개발재건축 분양물량이 전년대비 두배 수준으로 빠르게 반등하는 모습을 보이고 있다. 금년 반등된 수준의 재개발재건축이 확정되어 진행이 시작되면 이주기간 6개월, 철거기간 4개월, 공사기간 32개월로 평균 3~4년 정도 걸리게 되며, 실질적으로 재개발재건축 관련 B2B 시장의 확대를 통한 건축자재사들의 수혜는 투입물량이 많아지는 공사 뒷단인 2015년 이후부터 본격화 될 것으로 예상된다.

(재건축 제외) 아파트 매매가 vs 재건축 아파트 매매가



자료: 부동산114, 삼성증권

재개발재건축 분양물량



자료: 부동산114, 삼성증권

3) 리모델링: Cycle 초입구간, 2016년 이후 수요 B2C에서 B2B로 본격화

부동산 시장은 1990년대 이전 주택부족을 신축을 통해 벗어났고, 2000~2010년은 Core 지역을 재개발재건축 하는 단계를 거쳐왔다. 그러나 현재 이미 재개발재건축을 통해 세대 수 증가 및 (분양)가격 인상으로 인한 가치 창출이 한계점에 도달했으며, 주택공급 과잉시대로 접어들고 있다. 건설산업연구원은 2010년대 이후를 주택공급 과잉, 리모델링 시대로 규정하며, 일본, 유럽의 선진국과 같은 형태로 부동산 시장이 변화할 것으로 예상하고 있다. 당사는 시장에서 재개발재건축 및 리모델링을 통한 투자이익에 대한 기대감이 낮아지면서 주택시장도 점진적으로 리모델링 시장의 확대를 호를 것으로 예상하며, 리모델링 시장의 확대는 지역적으로 가치(매매가격)가 높은 Core지역 위주로 이루어질 것이라고 판단한다. 이는 리모델링의 현실화 가능성이 (수직증축 등을 통한) 사업성 확보가 Key이기 때문이며, 그렇다면 시세가 높은 아파트가 유리한 상황이기 때문이다. 향후 리모델링 추진 단지의 성공적인 마무리 후 수요자(소유자)와 공급자(건설사)들의 적극적인 참여를 통한 시장의 확대가 예상된다.

주택시장의 여건변화

	1970-1985	1985-1990	2000-2010	2010-
한국		신축	재개발/재건축	리모델링
일본	신축 주도기	재건축 주도기 리모델링 대두기	재건축/ 리모델링 병행기	리모델링 주도기

자료: 건설산업연구원, 삼성증권

리모델링 추진 단지 현황

	추진위 결성	조합설립 (안전진단, 건축심의 진행)	행위 허가	합계
서울	12단지 (6,521세대)	7단지 (3,641세대)	2단지 (797세대)	21단지 (10,959세대)
경기	8단지 (7,622세대)	7단지 (7,486세대)	0	15단지 (15,108세대)
수도권	20단지 (14,143세대)	14단지 (11,127세대)	2단지 (797세대)	36단지 (26,067세대)

자료: 건설산업연구원, 삼성증권

주택 노후화와 부동산 시장 정체기로 인한 신규 분양의 제한적인 상황에서 15년 이상 된 노후화 주택 비중이 55%까지 빠르게 높아지면서, 정부는 이에 대한 규제완화책인 수직증축 리모델링을 2013년 4월 단행하였다. 이에 따라 리모델링 관련 사업성이 개선되었으며, 오는 4월25일부터 주요 법안 적용될 예정이다. 현재는 성남시의 보조가 이루어지고 있는 분당일대의 선도 추진 시범단지가 사업진행 중인 상황이다. 과거 1억원 이상의 가구당 부담금으로 사업성이 떨어져서 진행이 되지 못하였으나, 1) 수직증축을 통한 일반분양으로 건축비 부담 30~35% 감소시켜 사업성 확보; 2) 증축이후 1가구를 2가구로 분할 가능케 하여 현재 주택시장 소형화 및 (실수요) 월세 위주의 시장 변화에 적합한 형태로 바뀌고 있는 모습이다. 향후 리모델링 시장은 건축자재 시장의 중장기적인 성장동력으로 판단된다.

수직증축 리모델링 주요 법안

구분	내용	비고
세대당 증축면적	전용면적 85㎡이하 전용면적 85㎡초과	최대 40% 최대 30%
증축허용	14층 이하 15층 이상	최대 2개층 최대 3개층
세대수		안정성 고려 층수 규제 증가한 세대수 일반분양시 건축비 부담 30-35% 감소

자료: 산업자료, 삼성증권

■ 목차

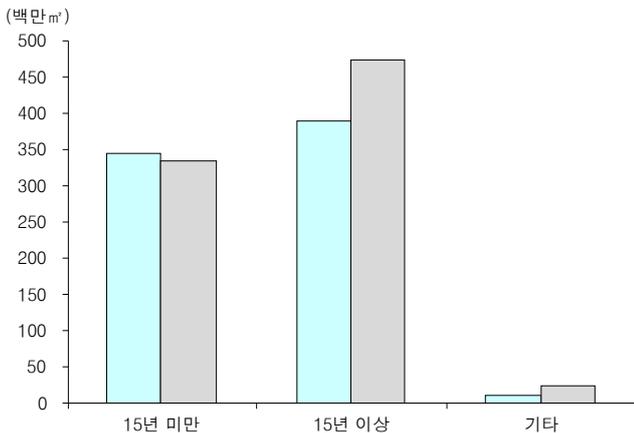
1. 건축자재 현황 점검	p4
2. Macro에 대한 구조적 분석	p9
3. 부동산 시장 변화의 초입기	p13
4. 건축자재 Key Driver	p18
5. 건축자재 섹터내 기업별 경쟁력 분석	p25

4. 건축자재 Key Driver

Key Driver 1: 리모델링 Cycle 초입 수요에서 파생된 B2C 수요가 시장을 주도

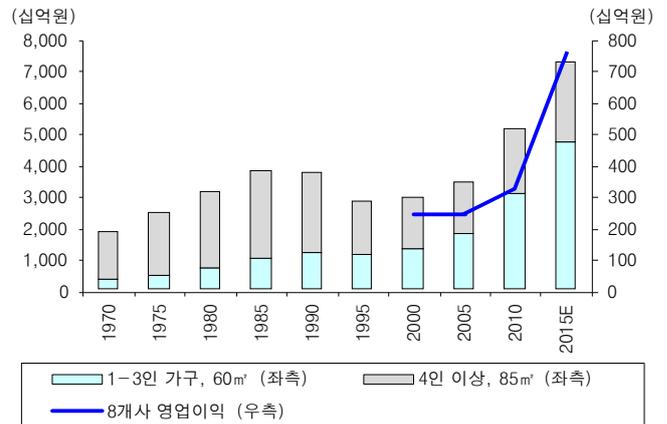
리모델링이 그동안 검토되지 못하고 있던 이유는; 1) 아직까지 수요자들의 투자수익에 대한 인식이 높아 투입비를 감수한 진행은 더디고; 2) 1)의 이유로 단지 전체의 합의 진행이 더뎠기 때문이다. 이에 대한 인식은 앞서 언급한 바와 같이 부동산 시장이 성숙기로 접어들면서 점진적으로 개선될 예정이지만, 아직까지 초입구간으로 판단되며, 현재 진행되는 1차 리모델링 시범 사업의 성공적인 마감이 예상되는 2016년 이후에 사업성이 확인된 후 본격적인 진행이 전망되며, 당사는 그 이전에 건축자재 B2C 시장의 확대를 예상한다. 이는 단지별 통합적 리모델링 수요의 파생된 형태로써, 개별 소유주별 유지보수(인테리어)에 대한 수요이다. (사업성의 문제로) 리모델링 Cycle이 아직 현실화되지 않은 시점에서 서울에 위치한 아파트 위주로 유지보수에 대한 수요가 증가하고 있다. 이에 따라 자가 주택 보유자들의 소비행태가 인테리어 위주로 흐르면서 건축자재사들도 B2C 시장에 집중하고 있으며, 실제로 이 Business에서의 실적이 빠르게 개선되고 있는 모습이다. 또한 이러한 인테리어 시장의 질 자체가 과거 동네업자 형태의 비브랜드 사제 시장에서 대형사들의 A/S를 기반으로 하는 브랜드 위주의 시장으로 변화하면서, 관련기업들이 Target할 수 있는 시장의 규모가 커지고 있는 상황이다. (리모델링을 포함) 인테리어 시장 규모는 2010년 5.1조원에서 2015년 7.2조원까지 42% 성장 예상된다.

주거용 건축물 노후화 현황



참고: 2013년 기준
 자료: 국토교통부, 삼성증권

(리모델링 포함) 인테리어 시장 규모 추정

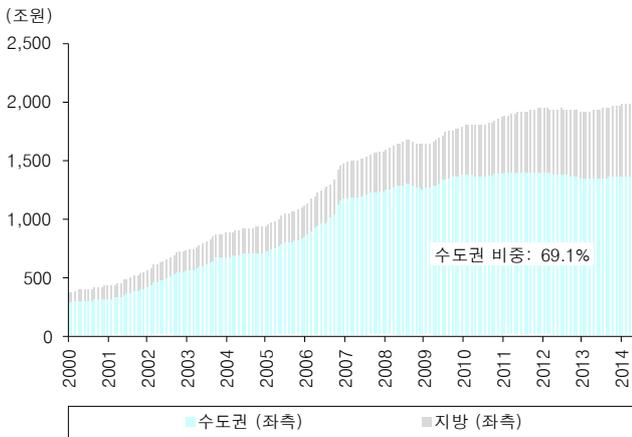


참고: 인테리어 시장 = 가구수 X 건축투입비 X 15년 이상 노후화 주택 비율 X 인테리어 교체비율 (5% 가정);
 1-3인 가구는 60㎡, 4인 이상 가구는 85㎡ 기준 건축비 가정
 자료: 홈씨씨, 통계청, Quantiwise, 삼성증권 추정

Key Driver 2: 수도권 Core 시장의 확대는 건축 P의 상한을 높임

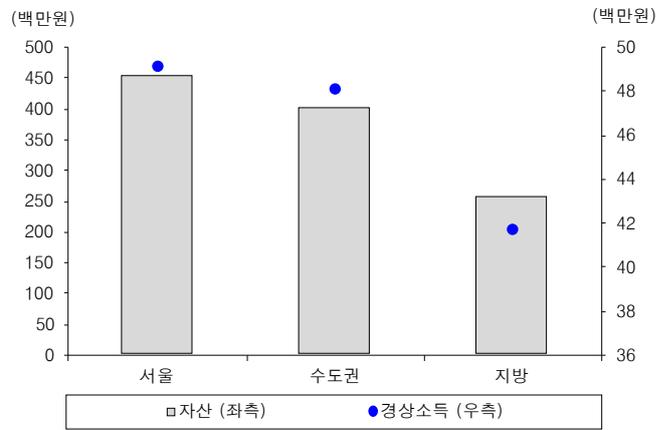
2014년에 건축자재사들의 실적개선의 가시성을 높여주는 지표로써, 입주물량과 리모델링 Cycle에서 파생되는 B2C 수요의 증가는 Q의 증가로 해석된다면, 여기서 당사가 주목하는 것은 현재 시장의 변화가 단순 Q의 증가가 아님에 있다. 부동산 정체기였던 지난 5년 동안에도 (Tight한 수급으로 인한) 지방 부동산 시장 위주의 회복이 이루어졌으나, 수도권은 과잉공급과 높은 가격으로 정체기를 겪었다. 그러나 2013년 하반기부터 수급과 가격 측면에서 어느정도 조정이 이루어지면서 수도권 분양시장의 정상화가 이루어지고 있으며, 수도권 시장이 전국 아파트 매매시가총액의 69.1%를 차지하고 있기 때문에 그 의미가 더 크다. 또한 실제로도 부동산 시장 심리를 결정하는 것은 서울을 포함한 수도권 부동산 시장이기도 하다. 수도권 시장 위주의 재편은 건축자재 시장에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 경상소득과 자산의 절대값이 높은 서울과 수도권을 위주로 시장이 재편된다면, 건축 P의 상한이 높아질 여지가 있기 때문이다.

아파트 매매시가총액: 수도권 vs 지방



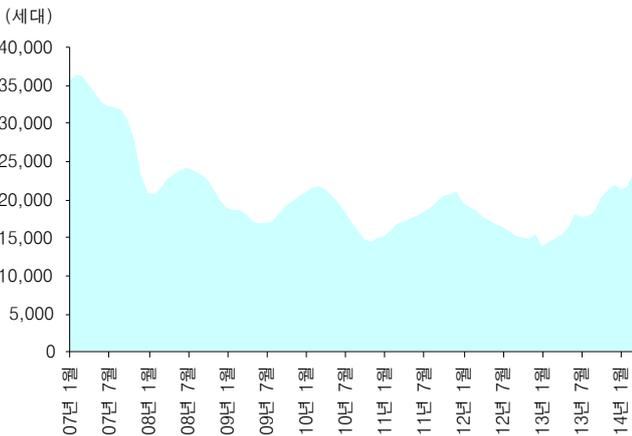
자료: 부동산114, 삼성증권

자산 및 경상소득: 서울 vs 수도권 vs 지방



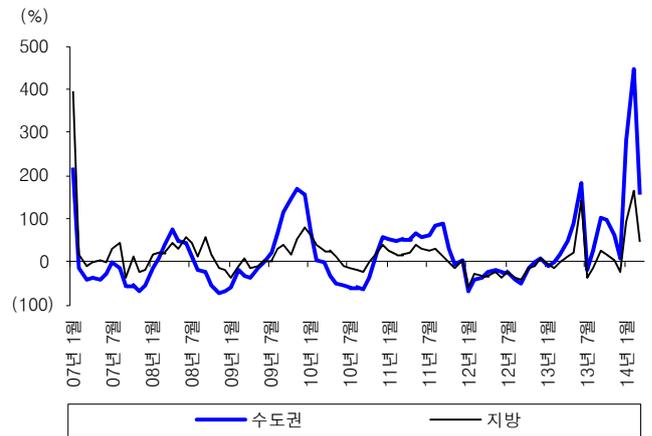
자료: 통계청, 삼성증권

수도권 아파트매매 거래량 12개월 이동평균



자료: 국토교통부, 삼성증권

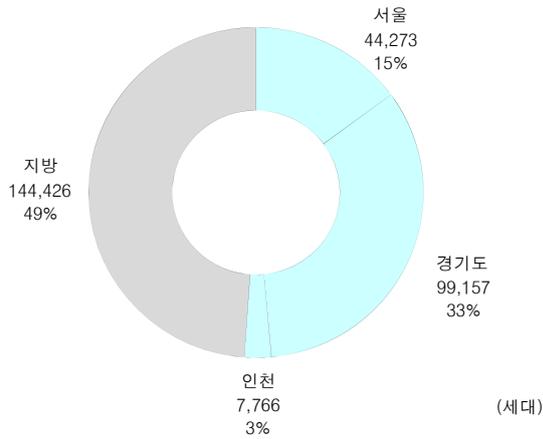
아파트매매 거래량 전년대비 증감율



자료: 국토교통부, 삼성증권

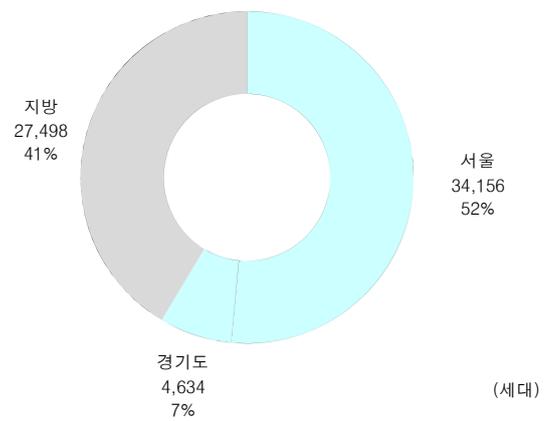
당사는 부동산 시장의 Core인 수도권 시장 위주의 재편이 단기적인 현상이 아닌 중장기적인 흐름이라고 판단하는데, 이는 그 변화가 재개발재건축 분양물량과 리모델링 시장에서도 보여지고 있기 때문이다. 수도권의 2014년 분양계획물량 비중은 51%, 재개발재건축 분양계획물량 비중은 59%이며, 특히 재개발재건축 분양물량 중 (분양가가 높고, 아파트 구조와 건축자재에 대한 눈높이가 높은) 서울지역이 52%를 차지하기 때문에 실질적으로 건축자재사들의 물량증가뿐 아니라 납품하는 건축자재의 가격대도 높아지는 효과가 기대된다. 이에 따라 향후 2~3년간 Core시장에서 관련 수요가 빠르게 커지는 모습을 보일 수 있을 것으로 예상된다. 리모델링의 경우에도, 기본적으로 추가 Cost를 수직증축을 통한 신규분양으로 메우는 형태로 진행되기 때문에 분양가가 높은 1기 신도시(성남시)를 포함한 Core 시장 위주의 시장이 될 것이며, 그렇다면 동지역에서 건축자재 수요 증가 지속이 예상된다.

2014년 분양계획물량: 수도권 vs 지방



자료: 부동산114, 삼성증권

2014년 재개발재건축 분양계획물량: 수도권 vs 지방



자료: 부동산114, 삼성증권

Key Driver 3: 건축물 환경/에너지 규제변화

단열제 및 창호 등급 기준 강화가 건축자재 ASP 상승을 유도

2001년 에너지절약설계기준이 중부/남부/제주도로 분류되어 정해진 이후, 2010년까지 10년간 단열제에 대한 기준변화는 전무하였다. 그러나 2010년 단열제 등급별 허용 두께를 15~50% 높이면서, 시장의 변화가 이루어지기 시작했다. 허용 두께는 2013년 9월 30일에 다시 한번 10~60% 높아지면서, 변화속도가 더 빨라지고 있는 모습이다. 한편 단열제 뿐만이 아니라 2012년 7월 1일부터는 창호 등급제가 시행됨에 따라 실제 판매시 등급을 부여하여 소비자도 인식할 수 있도록 하였다. 한편 등급을 정하는 시험기관은 공식적인 한국건설기술연구원, 에너지기술연구원, 방재시험연구원, 한국건설생활환경시험연구원, 한국조선해양기자재연구원 외에 자체시험기관으로 KCC, LG하우시스, 한화L&C를 두었다. 물론 아직까지 통합장이 아닌 분리발주로 인한 등급제 유명무실화, 건설사들의 (원가 절감을 위한) 고등급 창호 미사용 등의 문제가 있지만, 규제 강화를 통해 고가 창호 위주의 시장으로 흘러갈 전망이다. 등급모델 수는 LG하우시스, 한화L&C, KCC 순이며, LG하우시스가 202개로 한화L&C와 KCC의 3배 이상이다.

(중부지역) 단열제 등급별 허용 두께: 2001 vs 2010 vs 2013

(mm)		가	가	가	나	나	나	다	다	다	라	라	라	
		2001	2010	2013	2001	2010	2013	2001	2010	2013	2001	2010	2013	
거실의 외벽	외기에 직접 면함	65	85	120	75	100	140	85	115	160	100	130	175	
	외기에 간접 면함	45	60	80	50	70	95	55	80	110	65	90	120	
최하층에 있는 거실의 바닥	외기에 직접 면함	바닥난방 O	90	105	140	105	125	165	120	140	190	135	160	210
		바닥난방 X	75	75	110	90	90	130	100	100	150	115	115	165
	외기에 간접 면함	바닥난방 O	55	70	85	65	80	100	75	90	115	80	105	130
		바닥난방 X	50	50	70	55	55	85	65	65	95	70	70	110
최상층에 있는 거실의 반자 또는 지붕	외기에 직접 면함	110	160	180	125	190	215	145	215	245	165	245	270	
	외기에 간접 면함	75	105	120	85	125	145	100	145	165	110	160	180	
바닥난방인 층간바닥		30	30	30	30	35	35	35	45	45	45	50	50	

참고: 중부지역은 서울, 인천, 경기도, 강원도, 충청북도, 충청남도, 경상북도
자료: 산업자료, 한국패시브건축협회, 삼성증권

창호 효율등급 부여기준

등급	열관류율 (W/m ² K)	기밀성(m ³ /m ² h)
1	1 이하	1 이하
2	1 초과 - 1.4 이하	1 이하
3	1.4 초과 - 2.1 이하	2 이하 (1 이하를 포함)
4	2.1 초과 - 2.8 이하	없음
5	2.8 초과 - 3.4 이하	없음

자료: 한국패시브건축협회, 삼성증권

창호 등급모델 보유업체

	1등급	2등급	3등급	4등급	5등급	합계
LG하우시스	17	62	81	25	17	202
한화L&C	14	15	23	9	2	63
KCC	12	6	23	8	0	49
남선알미늄	1	7	18	16	2	44
이건창호	8	12	17	4		41
유니크시스템	1	5	17	3		26
원체	2	6	9	7	1	25
금호석유화학	2	4	9	7	0	22
합계	57	117	197	79	22	472

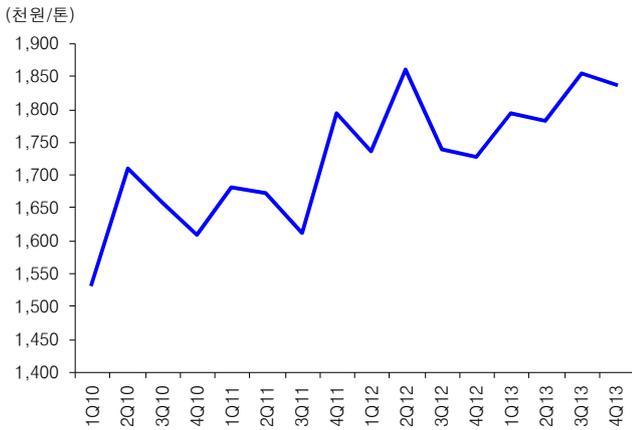
참고: 2013년 6월 18일 기준

자료: 한국패시브건축협회, 삼성증권



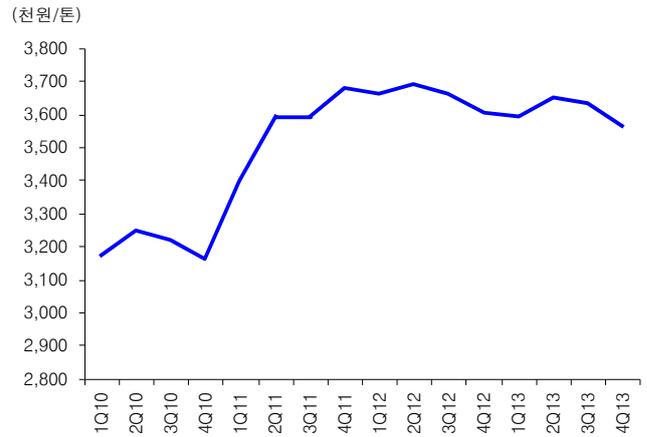
단열재 및 창호의 등급 상향은 실제 건축자재사들의 ASP에도 영향을 미치고 있다. 2010년 단열 기준 상향 시점은 사실 주택시장 정체기와 겹쳐졌음에도 그 효과가 빠르게 나타났으며, 지속적인 상승이 이루어지고 있다. 2014년부터는 Volume 측면에서의 확대가 겹쳐지면서 수혜의 정도가 강화되어 실적 개선을 견인할 수 있을 전망이다. 벽산의 ASP를 보면 1Q10 대비 3Q13에 단열재 21%, 천장재 23%의 상승하였고, LG하우시스의 ASP 또한 창호 15-17%%, PVC 바닥재 3-13% 상승한 상황이다. 따라서 금년부터 신축건물, 리모델링 Cycle이 도래하면서 이들 회사의 실적 개선에 대한 여지는 중장기적으로 확보된 것으로 파악되며, 건축자재 업체 중 1) 상향된 등급 수준에 맞출수 있고; 2) 단열재와 창호의 상위 M/S를 가지는 LG하우시스, 한화L&C, KCC와 같은 업체들의 지속적인 약진이 전망된다.

벽산 단열재 ASP



참고: 단열재 매출액/생산실적으로 산출
자료: 벽산, 삼성증권

LG하우시스 창호 ASP



참고: 주요제품 가격의 수출입 평균
자료: LG하우시스, 삼성증권

추가 Key Driver: 정부의 정책기조에서도 건축자재 업체들의 수혜 확인

박근혜 정부의 창조경제와 맞물리는 제2차 녹색성장 5개년 계획

이명박 정부때 출범한 제1차 녹색성장 5개년 계획은 2013년에 완료되었다. 녹색성장 관련한 4가지 법인 녹색성장 기본법, 스마트 그리드법, 녹색건축물 조성지원법, 배출권거래제법이 입법되었고, GDP의 2%(UN 권고 1%)인 100조원의 예산이 녹색성장에 투입되었다. 박근혜 정부 들어오면서 창조경제라는 새로운 성장 패러다임이 제시되면서, 제2차 녹색성장 5개년 계획(2014-2018년)의 출범이 다소 지연되고는 있으나, 창조경제가 녹색성장이 추구하는 내용(환경/에너지 중심의 신규 성장 동력 육성)은 같으며, 정부가 목표로 하는 국가 경쟁력의 방향성 측면에서 동일선상에 있다.

건축물 에너지 성능 개선 방안

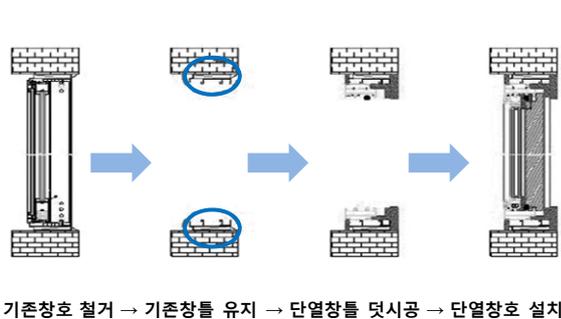
정부는 2014년 3월 13일 '건축물 에너지 성능 개선 방안'을 통해 환경/에너지 관련 건축규제의 적용확대를 위한 가시적인 추진과제를 제시하면서, 정부차원의 지원을 통해 전방위적으로 건축물의 기준을 높이겠다는 의지를 표명하였다. 관련하여 정부는 세부적인 실행계획을 발표하였는데, 이는 크게 1) 신축 건축물 에너지 기준 강화; 2) 기존 건축물 성능 개선 유도; 3) 공공건축물 녹색화 선도 추진으로 나뉘어 진다. 정부는 건축물 에너지 성능 개선이 점진적으로 이루어질 수 있도록 규제 및 완화책을 제시하였는데, 정부가 추진하는 큰 틀은 1) 건축물의 에너지 효율 등급 확립하고; 2) 환경/에너지 기준 제시하며; 3) 기준에 적합한 건축물에 대한 인센티브 제공이다. 특히, 신축 건축물에 대한 기준 상향뿐만 아니라, 기존 건축물의 그린리모델링 활성화를 위해 금융지원, 카드혜택, 탄소배출권 거래, (절감시) 건축기준 완화를 제시하고 있다. 정부는 (창호 및 외벽) 건축물 에너지 기준을 금년부터 2017년까지 (독일) 선진국 수준으로 높일 계획이며, 15-25년 경과된 건축물 158만동(전체 685만동)에 대해서 그린리모델링을 공격적으로 지원을 할 예정이다. 이에 따라 건축물 에너지 성능 개선 과정에서 건축자재 기준 강화를 통한 P의 상승이 예상된다. 한편 정부가 추진하고 있는 그린리모델링의 경우 앞서 언급한 P의 개선뿐 아니라, 아파트 소형화로 인한 Q의 증가도 예상되는데, 이는 교체해야 하는 외벽이나 창틀의 개수가 인구수가 아닌 가구수에 의존하기 때문이다. 중대형 1세대보다는 소형 2세대가 단위면적당 발생하는 외벽이나 창틀의 개수가 많기 때문에, 이를 통한 건축자재사들의 수혜가 기대된다.

신축 건축물 에너지 기준 강화 계획

(W/m ² k)	2008	2010	2013	2015	2017	독일
창호	3.0	2.1	1.5	1.2	0.8	0.8
외벽			0.3	0.2	0.2	0.2

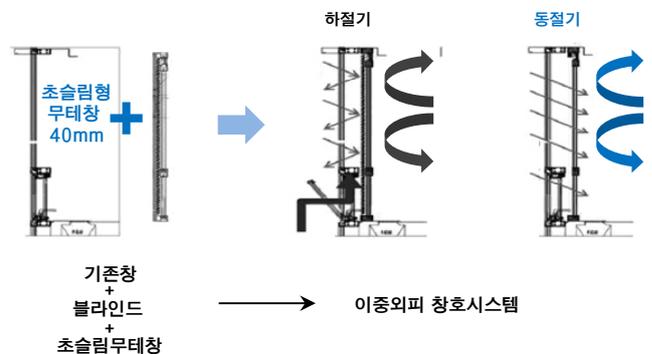
자료: 국토교통부, 삼성증권

그린리모델링: 아파트 단열창호 설치



자료: 국토교통부, 삼성증권

그린리모델링: 오피스 이중외피 창호시스템



자료: 국토교통부, 삼성증권

건축물 에너지 성능개선 방안 추진계획

추진과제	주요내용	추진일정
신축 건축물 에너지 기준 강화	1) 기존 건축물 에너지 성능 기준 강화	2017
	기밀기준 제정	2014
	단열성능 강화	2015, 2017
	제로에너지 주택 실증 R&D 추진	2013-2017
	2) 업무용 건축물 냉방 에너지 절감	2015
	외피설계 기준 마련 및 의무화를 위한 법 개전	2014
기존 건축물 성능개선 유도	냉/난방 에너지 50% 절감 의무화	2017
	그린리모델링 이차보전	2014-
	그린리모델링과 그린카드 연계	2014-
	배출권 거래를 통한 사업성 개선	2015-
	냉난방 에너지 제로 단지 시범사업 추진	2015-
	건축물 에너지 부동산 포털에 정보공개 추진	2014-
	모든 건축물 에너지 효율등급 취득 단계적 의무화	2016-
	노후 업무용 빌딩 성능개선시 용적률 완화	2015-
공공건축물 녹색화 선도 추진	신축 효율등급 1등급 의무화 대상 확대	2014
	공공건축물 성능개선 기준 마련 및 의무화	2014, 2015
	설계 평가 기준 개선	2014
	실내온도 규제 차등적용	2014
부처간 협업	녹색건축 범부처 지원체계 구축	2015
	고등학교 및 대학교 그린리모델링 추진	2015
	배출권 거래 활용 방안 마련	2015
	지역단위 에너지 관리체계 구축	2015
	사용자 중심의 녹색자재 정보시스템 구축	2015

자료: 국토교통부, 삼성증권

■ 목차

1. 건축자재 현황 점검	p4
2. Macro에 대한 구조적 분석	p9
3. 부동산 시장 변화의 초입기	p13
4. 건축자재 Key Driver	p18
5. 건축자재 섹터내 기업별 경쟁력 분석	p25

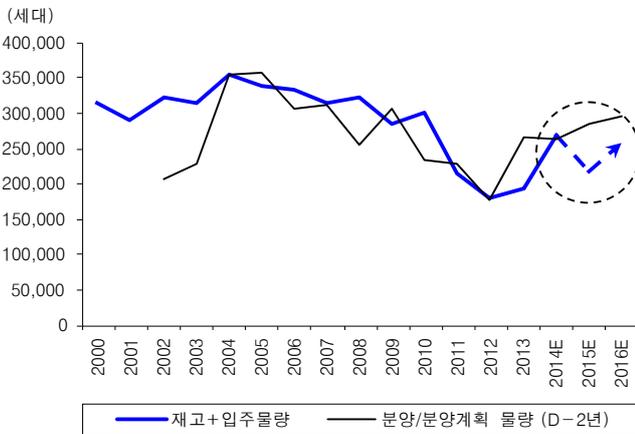
5. 건축자재 섹터내 기업별 경쟁력 분석

현재 부동산 시장 Cycle 따른 수혜 분석

부동산 시장의 수요에 맞는 차별화된 모멘텀 가진 회사 선정 필요

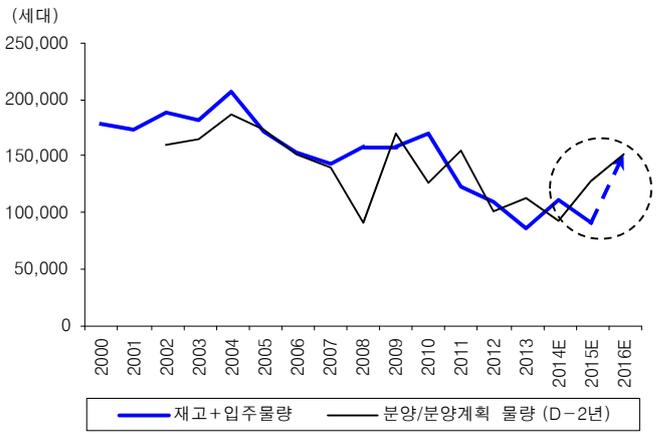
건축자재 섹터는 단기적인 실적 개선과 장기적인 변화에 대한 기대감으로 인해 주가 상승이 실적 개선 속도를 앞서다가 지금은 상승속도가 둔화되고 있는 상황이다. 3개 건축자재사들의 시가총액은 2013년 2월을 기점으로 지속적인 상승하였으나, 주가를 선행해야하는 EPS 추정치는 2013년 7월부터 우상향한 후, 현재는 분기단위의 실적 개선 가시화만이 주가를 견인할 수 있는 상황으로 보여진다. 분양물량 및 입주물량을 보면 실제로 2015년에 감소세 예상되며, 이는 최근 빠른 성장의 역기저효과 때문이다. 다만 건축자재 시장 전체로 보면, 1) 수도권 물량 확대(P의 상승)와; 2) 리모델링 Cycle의 점진적인 도래(Q의 증가)가 전방산업의 상승 둔화를 상쇄할 수 있는 점이다. 그러나 전방산업의 전체 Volume이 계속적으로 빠르게 증가하지 않는다고 가정하면 상품/제품 차별화를 통한 M/S 상승, 이익률 개선이 지속될 수 있는 회사의 선점이 중요한 시점이다.

전국 분양/분양계획 물량 (D-2년) vs 재고+입주물량



자료: 부동산114, 삼성증권 추정

수도권 분양/분양계획 물량 (D-2년) vs 재고+입주물량



자료: 부동산114, 삼성증권 추정

당사는 실제 건축자재 섹터에 직접적인 영향을 미치는 전방산업을, 1) 유지보수; 2) 분양; 3) 리모델링 시장으로 파악하며, 이들 시장이 건축자재사들의 실적을 견인할 수 있는지 수치화를 통해 수혜 정도를 분석하고자 한다. 우선 당사는 2008년 공사원가 61개 항목이 공개되었던 의왕청계지구 휴먼시아 266가구를 기반으로 각 사업비 비중을 계산하여, 이를 통해 공사형태별 건축비를 산정해보았다. 공사원가는 현재 수도권 평균 분양가에서 분양수익률을 15% 가정하여 할인한 1,299만원/평 수준으로 가정하였다. 아래 표를 보면 현재 건축자재업체의 실적을 견인하고 있는 (창호 및 유리, 수장 및 도배, 주방 및 가구공사) B2C 유지보수 시장의 규모는 사실 공사원가의 5.2% 밖에 차지하고 있지 않으며, (도장과 단열을 포함한) Full 공정에서도 건축자재사들의 공사원가에 대한 노출도 6.5%로 높은 수준이 아니다. 이를 들여다 보면 신규분양이나 대규모 리모델링에 대한 수요 Cycle이 도래하지 않은 지금 시점에서도 실제 거주자들의 자금이 건축자재사들로 직접적으로 흘러 들어오고 있음을 의미한다. 또한, 서울과 수도권 위주의 분양/리모델링 시장 활성화는 소득수준이 높은 실수요자들 위주의 시장으로의 재편을 의미하며, 건축비에 대한 Upside가 생기는 이유로 파악된다.

공사형태별 건축비

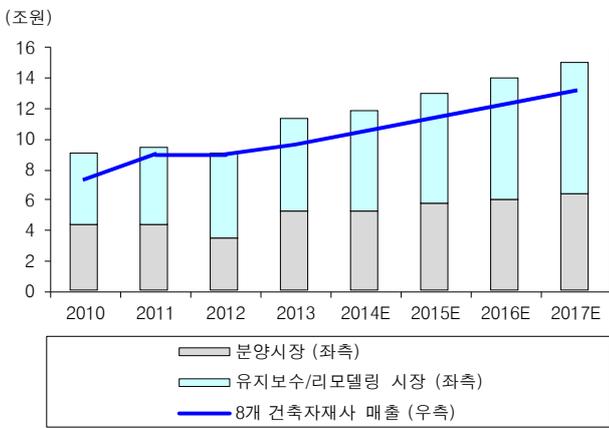
	평당원가 (만원/평)	비중 (%)	유지보수 (만원/평)	분양 (만원/평)	리모델링 (만원/평)
공사원가	1,299	100	68	1,299	378
1) 택지비	779	60		779	
2) 설계 및 감리	16	1		16	16
3) 공사비	454	35	68	454	311
토목	35	3		35	35
건축	309	24	68	309	166
구조공사	224	17		224	81
도장공사	7	1		7	7
단열공사	10	1		10	10
창호 및 유리공사	9	1	9	9	9
수장 및 도배공사	9	1	9	9	9
주방 및 가구공사	49	4	49	49	49
기계설비 및 기타	109	8		109	109
4) 간접비	51	4		51	51

참고: 분양가 수도권 1,494만원/평, 분양수익률 15% 가정; 유지보수 건축비는 소득수준에 따라 변동
리모델링 건축비는 철골구조 제외 전체 건물 재건축 가정

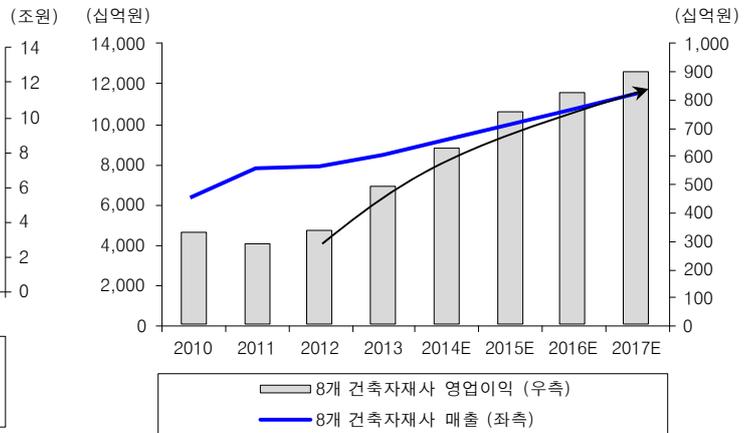
자료: 산업자료, 삼성증권 추정

위의 공사형태별 공사원가 기준으로 유지보수/리모델링시장과 분양시장의 규모를 합산하여 건축자재 시장의 확대 추이를 추정해보면, 2017년까지 연간 4.4%의 증가율을 보이며 2013년 11.3조원에서 2017년 13.5조원까지 확대될 것으로 전망된다. 여기서 주목해야 하는 점은 8개 건축자재사 영업이익이 2017년까지 연간 12.6%의 증가율을 보이며 2013년 6,290억원에서 2017년 8,970억원까지, 매출(연간 4.1%)보다 빠른 속도로 확대가 이루어진다는 것인데, 이는 1) 규모의 경제-업체들의 가동률이 작년을 기점으로 이익률 확대 구간 돌입; 2) P-건축자재 규제강화 및 전방산업 개선으로 인해 ASP 상승; 3) C-PVC 원자재 가격 상승세 둔화; 4) 시장구조변화-B2C 시장으로의 전환으로 마진의 개선이 이루어지고 있기 때문이다. 더구나 건축자재 섹터 자체가 장치산업이기 때문에 신규 Player 진입에 대한 가능성이 제한적이어서, 현재 섹터내 Player들의 절대적인 시장 확대와 구조적인 변화를 통한 수혜가 지속될 수 있을 것으로 예상된다. 한편 8개 건축자재사들의 영업이익의 증가 속도가 2016년부터 느려지는데 영업이익률의 증가가 2015년 7.6%에 도달하면서, 역사적 고점인 (2002년) 9.6% 수준에 근접하고 있기 때문이다.

건축자재 시장 vs 8개 건축자재사 매출



8개 건축자재사 매출 vs 영업이익



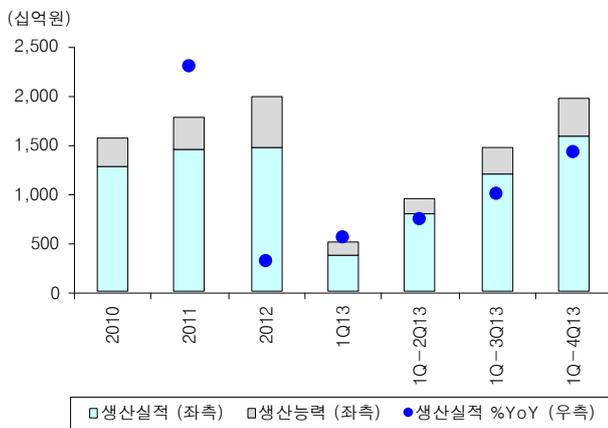
참고: 분양시장 연계된 건축자재시장 확대는 D-2년 가정
 자료: 산업자료, 통계청, 부동산114, 삼성증권 추정

자료: 산업자료, 통계청, 부동산114, 삼성증권 추정

1) 전방산업개선이 생산실적 증가로 가시화

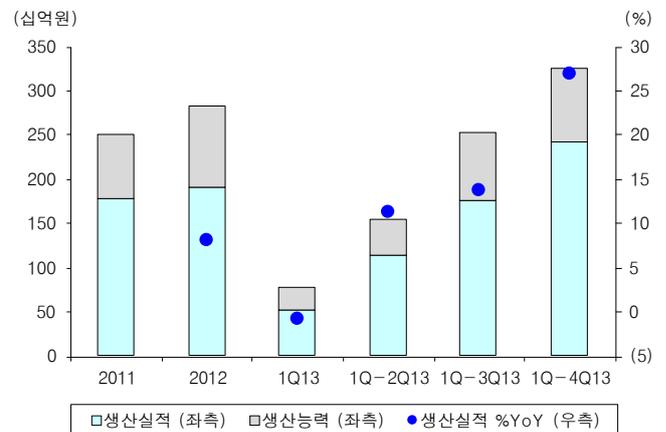
당사 커버리지 KCC, LG하우시스, 한샘의 생산실적은 전년대비 각각 11.2%, 8%, 26.9% 증가하면서 전방산업 개선에 대한 효과가 지속적으로 나타나고 있다. 이러한 빠른 개선은 2014년에는 B2C 수요에 직간접적으로 연관되어 있는 Business를 가진 LG하우시스와 한샘을 위주로 성장을 시작하여, 2015년 이후 B2B 수요 증가와 건축 규제 강화를 통해 KCC와 LG하우시스의 빠른 성장이 기대된다.

LG하우시스 생산실적 증가 추이



자료: LG하우시스, 삼성증권

한샘 생산실적 증가 추이

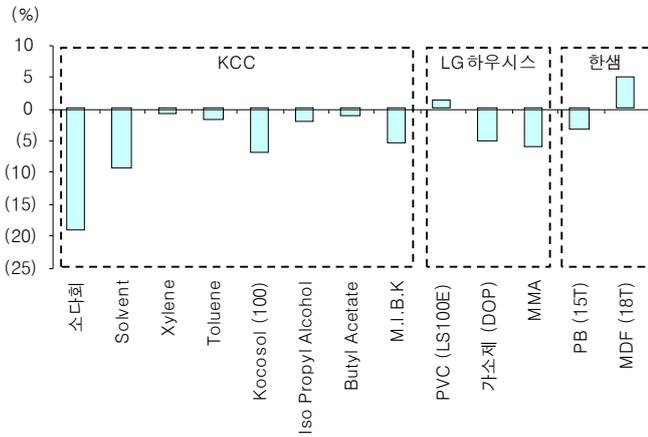


자료: 한샘, 삼성증권

2) 원재료 가격 하락과 B2C 시장 확대가 마진개선으로

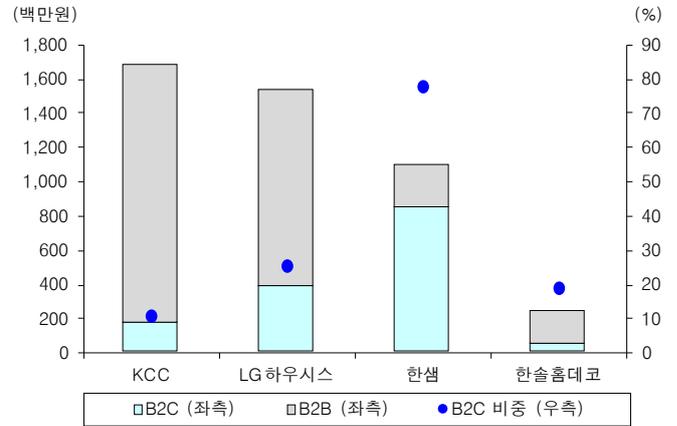
앞서 언급한 바와 같이 건축자재 규제 강화 및 전방산업 개선이 ASP의 상승으로 이어지고 있다. 여기서 추가적으로 건축자재사들의 원재료 가격 하락이 같이 이루어지고 있으며, 이를 통해 마진 개선이 가시화되고 있는 시점이다. 한편 건축자재사들이 기존 (Top-, Bottom-line이 모두) 정체되었던 B2B 시장이 아닌 B2C 시장에서 M/S 확대를 일으키면서, 성장성을 확보하고 있는 상황이며, 이는 특히 B2C 비중이 가장 높은 한샘에서 두드러지게 나타나고 있다. 한샘의 경우 부엌가구 매출액이 2011년 전년대비 35%, 2012년 전년대비 21%, 2013년 전년대비 41% 증가하며, 전방산업 정체상황과 무관하게 급속도로 성장하고 있으며, 현재 부엌가구는 한샘, 에넥스, 리바트가 (부엌가구 시장 1.3조원의 30%를 차지하는) 브랜드 시장 3,938억원을 3등분 하고 있으며, 이중 (2013년 기준) 한샘의 비중이 86%, 3,384억원으로 독보적인 업계 1위를 유지하고 있다. 또한 브랜드 업체들이 비브랜드 업체 대비 A/S와 디자인에서 앞서고 있기 때문에, 관련하여 비브랜드 M/S 잠식을 통해 성장을 지속할 수 있을 것으로 보여지며, 이는 IKEA와 같은 대규모 가구업체의 진출시점인 2015년 이후에도 한샘이 차별성을 가지고 갈 수 있는 점으로 예상된다.

2013년 원재료 가격 전년대비 증감률



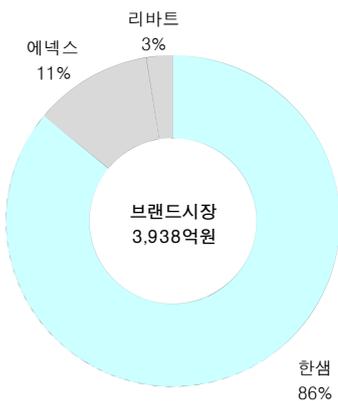
자료: 각 사, 삼성증권

2013년 B2C 매출 비중



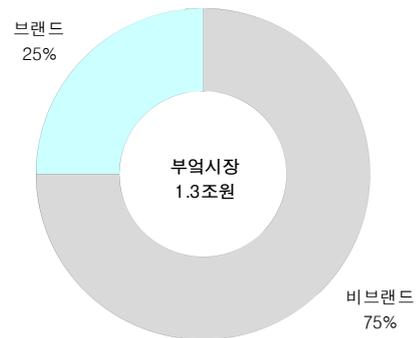
자료: 각 사, 삼성증권

부엌가구: 브랜드시장 M/S



참고: 2013년 기준
자료: 한샘, 삼성증권

부엌가구: 브랜드 vs 비브랜드



자료: 한샘, 삼성증권

건축자재 Value Chain을 통한 수혜 찾기

현재 시장상황에 적합한 Business 모델은 한샘

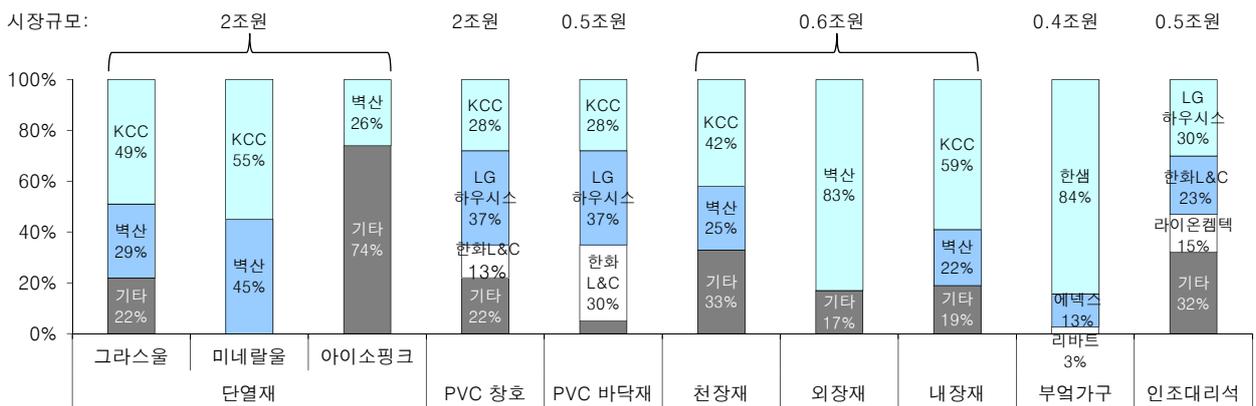
노후화 주택 비중 증가와 건축 기준의 상향으로 부동산 시장이 구조적으로 확대되고 있다. 이는 먼저 한샘의 부엌가구 매출 증가에서 나타나기 시작했는데, 이와 같은 형태의 건축공정 후단에서 이루어지는 이익 증가는 실수요자와 맞닿아 있다는 점에서 경제상황 및 시장 심리 악화시 하락압력을 받을 수 있는 내구소비재로써 Risk가 크지만, 그만큼 B2B 대량계약보다 높은 마진을 확보하고 있다. 작년까지 주택시장이 노후화와 경제침체로 인해 신규나 재개발재건축이 모두 정체되었기 때문에 수혜가 유지보수(인테리어) 업체에 집중되고 있는 상황이며, 이는 부엌가구 업체 또는 관련하여 인조대리석 업체의 이익 증가 모멘텀 확대로 이어지고 있다. 또한 부엌가구 시장은 안정적인 A/S와 디자인을 가진 브랜드 상품의 차별성이 강조되기 때문에 한샘이 가지는 Business 모델은 현재 확대되는 전망산업 수요와 정확히 Matching하고 있는 것으로 파악된다.

건축자재 Value Chain

	비중 (%)	관련시장	건축자재	업황	신규/재개발 재건축	유지보수/리모델링	1차 연계 업체	2차 연계 업체
공사원가	100							
1) 택지비	60							
2) 설계 및 감리	1	리모델링	설계/감리	중	2014년-		설계사	
3) 공사비	35							
토목	3	분양, 리모델링	시멘트, 철근	중	2014년-		시멘트사	레미콘사
건축	24							
구조공사	17	분양, 리모델링	시멘트, 철근	중	2014년-		시멘트사	레미콘사
도장공사	1	분양, 리모델링	페인트	상	2014년-		KCC, 페인트사	
단열공사	1	분양, 유지보수/리모델링	단열	상	2015년-	2014년-	KCC, 벽산	
창호 및 유리공사	1	분양, 유지보수/리모델링	창호, 유리	상	2015년-	2014년-	KCC, LG하우시스	
수장 및 도배공사	1	분양, 유지보수/리모델링	건재, 바닥	중	2015년-	2014년-	KCC, 벽산	
주방 및 가구공사	4	분양, 유지보수/리모델링	주방, 가구	상	2015년-	2014년-	한샘, 에넥스, 리마트	LG하우시스, 라이온켄텍
기계설비 및 기타	8							
4) 간접비	4							

자료: 삼성증권 추정

건축자재별 M/S 현황



참고: 시장규모는 M/S를 기준으로 한 추정치

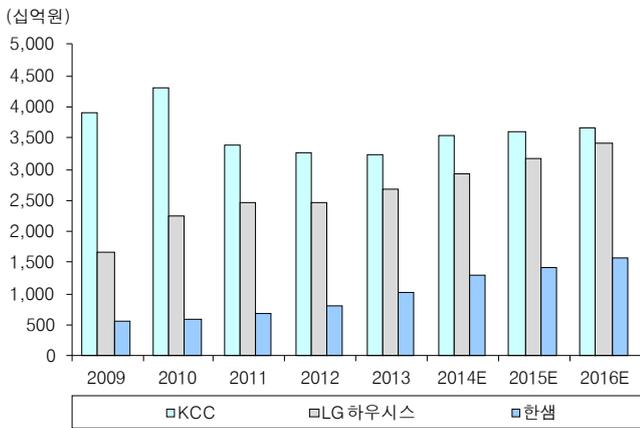
자료: 각 사, 산업자료, 삼성증권 추정

중장기(단열/창호) 성장 모멘텀 수혜는 LG하우시스와 KCC

2014년 말로 예상된 IKEA의 국내 진출에 따른 인테리어 가구 시장의 재편은 불가피하며, B2C 부문의 ASP 하락으로 인한 이익 성장 속도의 감소 가능성이 존재한다. 하지만 현재 전방산업의 수요가 부엌가구를 위주로 확대되고 있기 때문에 금년과 내년에 걸쳐 한샘, 벽산, 에넥스, 리바트, 라이온캠텍 등 관련 기업들의 이익의 지속적인 확대가 예상된다. 당사는 단열/창호의 재평가에 주목하는데 이는 1) 현재 시장에서 언급되는 리모델링 시장의 확대는 아직 초입기로 2016년 이후 본격화될 것으로 예상되며, 2) 리모델링 시장의 확대는 상향된 건축기준이 시장에서의 노출도 확대를 의미하기 때문이다. 이로 인해 건축자재업체들의 P, Q가 모두 개선되는 모습 기대된다. 실제로 KCC, LG하우시스, 벽산, 한화L&C는 단열재 및 창호부문에서 정부의 규제에 적합한 제품을 이미 보유하고 있으며, 지속적인 개발을 하고 있다.

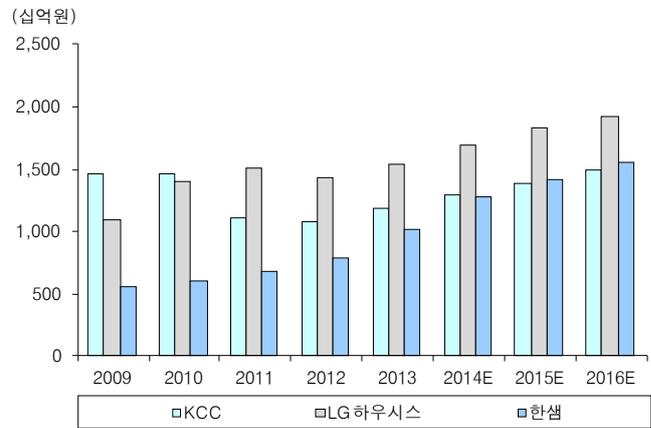
전방산업에서도 당사는 건축자재 Value Chain에서 2014년 신규/재개발건축 시장 정상화 이후 구조적인 모멘텀은 유지보수/리모델링 시장이 주도할 것으로 예상한다. 신규/재개발건축 시장에서 유지보수/리모델링 시장으로 넘어가는 과도기에 노후화 및 규제 상향으로 인한 시장의 확대가 예상되며, 유지보수/리모델링 시장이 성장성 확대되는 시장이라고 파악한다. 따라서, 두 부문의 모멘텀이 중첩되는 건축자재 공정 중 단열/창호, 부엌가구와 같이 수요가 지속적으로 증가할 수 있는 부문의 수혜가 확대될 것으로 보이며, 관련 업체는 KCC, LG하우시스, 한샘, 벽산, 에넥스, 리바트, 라이온캠텍이다. 한샘은 높은 B2C 비중을 통한 실적 차별화가 기대되며, LG하우시스와 라이온캠텍은 건축자재 공정 후단의 가구시장의 원재료로도 활용되어 관련시장에 대한 베팅이 크다. 당사는 건축자재 전산업에 걸쳐 M/S가 높은 KCC의 점진적인 실적 개선을 예상하나, 비건축자재 자산으로 인한 주가 상승에 대한 부담과 건설이 아닌 조선/자동차에 대한 의존도로 성장 모멘텀이 희석되는 점 때문에 추가 상승은 실적을 확인하면서 가능할 수 있을 전망이다. 한편 LG하우시스는 부엌가구 및 인조대리석(단기)과 창호 및 단열재(중장기)부문에서 성장 모멘텀이 확대되는 동시에 Valuation Upside가 있어 섹터 내에서 빠르게 부각될 것이라고 판단한다.

매출 추이: KCC, LG하우시스, 한샘



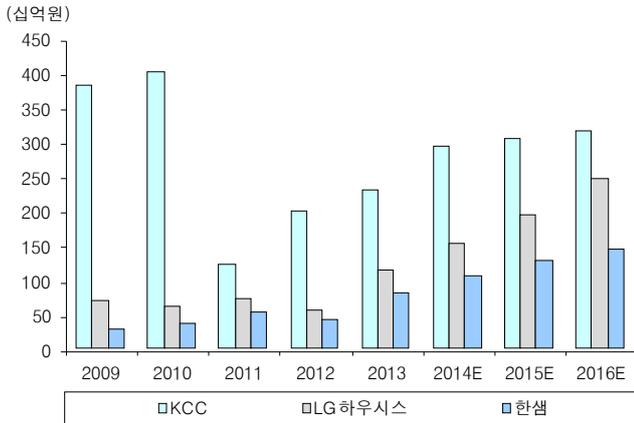
자료: 각 사, 삼성증권 추정

건축자재 매출 추이: KCC, LG하우시스, 한샘



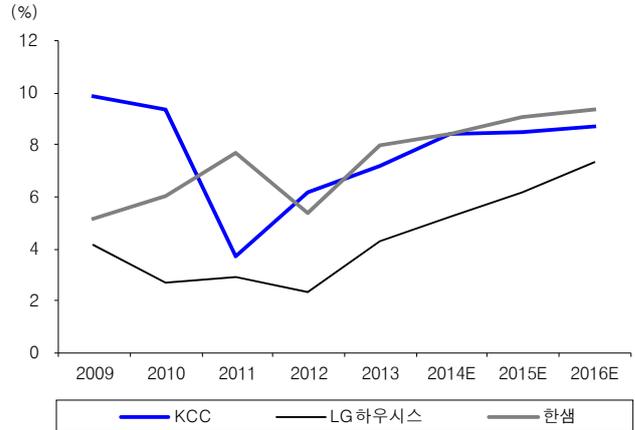
자료: 각 사, 삼성증권 추정

영업이익 추이: KCC, LG하우시스, 한샘



자료: 각 사, 삼성증권 추정

영업이익률 추이: KCC, LG하우시스, 한샘



자료: 각 사, 삼성증권 추정

커버리지 Valuation 선호 LG하우시스

전방산업의 개선은 2014-15년 단기적으로는 B2C 모멘텀 지속하면서 B2B의 정상화; 2016년 이후 중장기적으로는 건축규제 상향을 통한 (리모델링 관련) B2B 시장의 성장으로 요약할 수 있다. 섹터 전반적으로 이익의 개선이 빠르게 이루어지고 있고, 당사가 커버리지 재개하는 KCC, LG하우시스, 한샘은 EPS 상승속도보다 주가상승속도가 더 가파르게 나타나고 있는 상황이다. 따라서 기업전략과 향후 수요가 확대되는 부문과 Matching되는 Business 모델을 가진 건축자재사들의 수혜가 지속할 수 있을 것이라고 보고 있다. 1) 매출: LG하우시스와 한샘은 건축자재 부문에서 실질수요에 맞는 공급(LG하우시스)과, 매장 확장과 이를 통한 Q의 증가(한샘)를 통해 Top-line 성장을 달성하고 있으며, 이에 따른 이익 확대가 지속적으로 보일 것으로 예상된다; 2) 이익: 마진측면에서는 KCC와 LG하우시스가 고정된 경쟁구도 및 M/S를 확보하고 있는 동시에 건축자재 규제로 인해 기준이 높아지고 있기 때문에 현재 시장의 판도나 경쟁상황이 바뀔 가능성은 낮으며, 마진이 (중장기적 측면에서) 개선되는 방향으로 흐름 전망이다. 한편 한샘의 경우 부엌가구는 A/S와 브랜드 등 제품외의 비중이 크기 때문에 차별성을 지속할 것으로 보여지나, 단순 가구 판매에 있어서는 IKEA가 진출하는 2015년부터 ASP에 압박을 받을 가능성이 있으며, 이에 따라 이익 개선 속도가 다소 둔화될 수 있다. Valuation 측면에서도 (컨센서스 기준) LG하우시스가 2015E P/E 11.5배로 KCC 18배(매도가능증권 제외 16.1배), 한샘 22.4배 대비 싸게 거래되고 있어 향후 프리미엄 확대를 통한 주가 상승 모멘텀 가능할 전망이다. 건축자재 섹터 Top Pick으로 LG하우시스를 추천한다.

Company Update



오승엽
Analyst
sungyup.oh@samsung.com
02 2020 7827

최지호
Analyst
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY** ★★ ★

목표주가	235,000원 (37%)
현재주가	171,000원
Bloomberg code	108670 KS
시가총액	1.6조원
Shares (float)	8,967,670주 (66.2%)
52주 최저/최고	94,300원/176,000원
60일-평균거래대금	103.3억원
One-year performance	1M 6M 12M
LG하우시스 (%)	+8.7 +38.5 +84.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	+6.0 +40.9 +81.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY★★★	-	-
목표주가	235,000	-	-
2013E EPS	10,697	-	-
2014E EPS	14,024	-	-
2015E EPS	18,772	-	-

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	4
Target price vs I/B/E/S mean	26.2%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-2.8%
Estimates up/down (4 weeks)	0/1
I/B/E/S recommendation	Buy

LG하우시스 (108670)

단기와 중장기 모멘텀이 Valuation Premium으로

WHAT'S THE STORY?

Event: 건축자재 섹터의 구조적 변화에 대한 관심 부각.

Impact: LG하우시스 Business의 차별성에 대한 프리미엄 확인.

Action: 단기와 중장기적 성장 모멘텀 긍정적이며, Valuation Premium 본격화. 건축자재 섹터 Top Pick. BUY★★★ 투자 의견 및 목표주가 235,000원 제시.

THE QUICK VIEW

B2C와 B2B 시장을 통한 수혜 확대: 건축자재 섹터에서 리모델링 초입단계에 진입하면서 유지보수 수요가 빠르게 올라가고 있다. 우리는 현재를 단기적인 수요 확대 시점으로 해석하며, 이는 실수요자들의 노후화 주택 개선 욕구가 부엌가구 및 인조대리석 수요를 증가 시켜 B2C 시장의 빠른 증가가 이루어지고 있는 것으로 해석한다. 또한 중장기적으로는 신축건물, 리모델링 Cycle이 도래하는 시기에 단열재 및 창호에 대한 건축규제가 2010년 2013년에 걸쳐 지속적으로 강화되고 있어, B2B 시장에서도 중장기적인 수혜 확대가 예상되고 있다.

단기와 중장기적 성장 모멘텀 지속 예상: LG하우시스는 섹터 내 기업들 중 차별화되는 단기와 중장기적 성장 모멘텀을 가지고 있다고 판단하는데 이는 1) B2C 수요 증가의 Core인 부엌가구에서 파생되는 인조대리석 시장에서 M/S 선두주자로서 수혜가 예상되고; 2) 중장기적인 수혜의 Core인 건축규제 강화가 본격적으로 이루어지고 있는 가운데 신축건물, 리모델링 Cycle 도래시기가 겹치게 되면서 동사의 중장기적 성장 모멘텀도 확보된 상황이기 때문이다. 또한 동사는 이러한 시장의 구조적 변화에 맞추어 관련 시장에서 독보적인 경쟁력을 보유하고 있어 (창호 등급모델 최다), 전방산업의 변화에 발맞추어 전략적인 성장을 이룰 수 있을 것으로 보여진다.

BUY★★★ 투자 의견 및 목표주가 235,000 제시: LG하우시스는 현재 빠르게 성장하고 있는 B2C 시장(부엌가구 및 인조대리석)과 중장기적 성장이 예상되는 B2B 시장(건축규제 강화와 연관되는 단열재 및 창호시장)에 모두 노출되어 있으며, 이에 대한 성장 잠재력이 지속적으로 부각될 것으로 예상된다. 현재 주가가 빠르게 상승함에 따라 단기적으로는 분기 실적 확인을 하면서 모멘텀 확대가 가능할 것으로 예상되지만, 기본적으로 단기와 중장기 성장 모멘텀이 예상됨에 따라, 섹터 내 Top Pick으로 추천한다. BUY★★★ 투자 의견, 목표주가는 2014년 EPS에 섹터 평균 P/E 17배 반영하여 산출한 235,000원을 제시한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	2,677.0	2,923.4	3,149.5	3,400.7
순이익 (십억원)	72.3	105.6	138.4	185.3
EPS (adj) (원)	8,409	10,697	14,024	18,772
EPS (adj) growth (%)	340.7	27.2	31.1	33.9
EBITDA margin (%)	7.4	8.4	8.7	9.4
ROE (%)	9.6	12.8	14.9	17.2
P/E (adj) (배)	12.9	16.0	12.2	9.1
P/B (배)	1.4	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA (배)	7.5	8.3	7.0	5.6
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.0	1.0

자료: LG하우시스, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,451	2,677	2,923	3,149	3,401
매출원가	1,923	2,062	2,270	2,421	2,597
매출총이익	528	615	654	728	804
매출총이익률 (%)	21.5	23.0	22.4	23.1	23.6
판매 및 일반관리비	471	500	501	535	556
영업이익	57	115	153	194	248
영업이익률 (%)	2.3	4.3	5.2	6.2	7.3
순금융이익	(13)	(16)	(16)	(14)	(10)
순지분법이익	(1)	(0)	0	0	0
기타	12	(5)	(0)	(0)	0
세전이익	52	92	136	180	238
법인세	14	20	31	42	53
법인세율 (%)	25.8	21.1	22.5	23.1	22.2
순이익	29	72	106	138	185
순이익률 (%)	1.2	2.7	3.6	4.4	5.4
지배주주순이익	29	73	107	140	188
비지배주주순이익	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
영업순이익*	19	84	107	140	188
영업순이익률 (%)	0.8	3.1	3.7	4.5	5.5
EBIT	65	108	153	194	248
EBIT 이익률 (%)	2.7	4.1	5.2	6.2	7.3
EBITDA	149	199	246	275	320
EBITDA 이익률 (%)	6.1	7.4	8.4	8.7	9.4
EPS(지배주주, 원)	2,898	7,324	10,697	14,024	18,772
EPS(연결기준, 원)	2,852	7,230	10,559	13,845	18,531
수정 EPS (원)**	1,908	8,409	10,697	14,024	18,772
주당배당금 (보통, 원)	1,000	1,800	1,800	1,800	1,800
주당배당금 (우선, 원)	1,050	1,850	1,850	1,850	1,850
배당성향 (%)	34.6	24.6	16.8	12.8	9.6

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	95	146	174	196	224
순이익	29	72	106	138	185
유·무형자산 상각비	83	91	94	82	71
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross cash flow	145	190	208	397	262
순운전자본감소 (증가)	(43)	(38)	(41)	(38)	(42)
기타	(7)	(6)	8	(163)	5
투자활동에서의 현금흐름	(169)	(151)	(85)	(68)	(70)
설비투자	(174)	(211)	(67)	(50)	(50)
Free cash flow	(80)	(65)	107	146	174
투자자산의 감소 (증가)	(38)	64	(2)	(2)	(3)
기타	44	(4)	(17)	(16)	(17)
재무활동에서의 현금흐름	(153)	20	(161)	(43)	(39)
차입금의 증가 (감소)	(148)	30	(116)	0	0
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(10)	(10)	(18)	(18)	(18)
기타	5	0	(27)	(25)	(21)
현금증감	(229)	14	(72)	85	115
기초현금	329	100	113	41	127
기말현금	100	113	41	127	242

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 일회성 항목 제외, 완전 회석화 됨
 자료: LG하우시스, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	905	995	1,000	1,155	1,349
현금 및 현금등가물	100	113	41	127	242
매출채권	418	458	500	539	582
재고자산	196	234	256	275	297
기타	191	190	203	214	228
비유동자산	874	957	936	910	896
투자자산	9	12	13	16	19
지분법증권	5	5	5	5	5
유형자산	775	870	847	820	803
무형자산	32	34	33	33	33
기타	58	42	41	41	40
자산총계	1,778	1,952	1,935	2,065	2,244
유동부채	674	820	727	747	770
매입채무	217	242	264	285	307
단기차입금	190	186	186	186	186
기타 유동부채	267	393	277	277	277
비유동부채	378	349	338	327	316
사채 및 장기차입금	352	325	314	303	292
기타 장기부채	26	24	24	24	24
부채총계	1,052	1,169	1,065	1,074	1,086
지배주주지분	721	778	867	990	1,159
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	618	618	618	618	618
이익잉여금	80	137	226	348	518
기타	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)
비지배주주지분	6	5	3	1	(1)
자본총계	727	783	871	991	1,158
순부채	405	486	428	329	199
주당장부가치 (원)	68,994	74,618	83,556	95,827	112,852

재무비율

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	0.2	9.2	9.2	7.7	8.0
영업이익	(20.4)	102.3	33.1	27.0	28.2
세전이익	(17.4)	76.0	47.7	32.2	32.3
순이익	(22.9)	87.0	45.2	31.1	33.9
영업순이익*	(61.6)	340.7	27.2	31.1	33.9
EBITDA	(25.7)	114.9	23.4	11.9	16.1
수정 EPS**	(61.6)	340.7	27.2	31.1	33.9
비율 및 회전					
ROE (%)	3.9	9.6	12.8	14.9	17.2
ROA (%)	1.5	3.9	5.4	6.9	8.6
ROIC (%)	3.7	7.1	9.1	11.3	14.2
순부채비율 (%)	55.7	62.1	49.1	33.1	17.1
이자보상배율 (배)	3.1	5.0	7.6	11.0	14.4
매출채권 회수기간 (일)	63.7	59.7	59.8	60.2	60.2
매입채무 결제기간 (일)	32.1	31.3	31.6	31.8	31.8
재고자산 보유기간 (일)	30.0	29.3	30.6	30.8	30.7
Valuations (배)					
P/E**	38.4	12.9	16.0	12.2	9.1
P/B	1.1	1.4	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.3	7.5	8.3	7.0	5.6
EV/EBIT	16.6	13.8	13.3	10.0	7.3
배당수익률 (보통, %)	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0

Company Update



최지호
Analyst
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

오승엽
Analyst
sungyup.oh@samsung.com
02 2020 7827

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	106,000원 (27%)
현재주가	83,200원
Bloomberg code	009240 KS
시가총액	2.0조원
Shares (float)	23,533,928주 (41.6%)
52주 최저/최고	26,500원/88,200원
60일-평균거래대금	60.3억원
One-year performance	1M 6M 12M
한샘 (%)	+17.7 +106.0 +201.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	+14.9 +108.4 +198.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	-	-
목표주가	106,000	-	-
2014E EPS	4,548	-	-
2015E EPS	5,586	-	-
2016E EPS	6,483	-	-

SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	7
Target price vs I/B/E/S mean	7.8%
Estimates up/down (4 weeks)	5/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	6.6%
Estimates up/down (4 weeks)	2/1
I/B/E/S recommendation	BUY(1.6)

한샘 (009240)

이유 있는 Premium

WHAT'S THE STORY?

Event: 건설경기 회복과 B2C 시장의 활성화로 실적이 개선되며 급등.

Impact: 동사의 실적 개선은 Capital gain에 대한 기대감이 낮아진 주택 실수요자들의 인식 변화에 기인한 것으로 부동산 시장의 구조적 변화와 함께 지속 가능한 것으로 판단하며, IKEA의 국내 진출에 따른 M/S 감소는 제한적.

Action: BUY투자의견과 목표주가 106,000원으로 커버리지 개시. B2B시장의 성장성이 2015년부터 둔화된다는 점을 감안할 때, 2015년부터 동사의 높은 B2C 비중을 통한 실적 차별화는 Valuation premium의 근거가 된다고 판단.

THE QUICK VIEW

높은 B2C 비중에 기인한 부동산 시장 변화의 수혜주: 노후화 주택 비중 증가에도 불구하고 주택 가격 상승을 통한 Capital gain에 대한 기대감이 낮아지면서, 주택 실수요자들은 개별 가구의 유지 보수를 통한 삶의 질 개선에 초점을 두고 있다. 이에 따라 동사가 강점을 갖고 있는 부엌가구를 필두로 한 B2C 부문의 빠른 성장이 예상된다. 동사의 부엌가구는 저가형(IK)부터 고가형(키친바흐)까지의 Full lineup을 구축하였는데, 저가형 부엌가구는 규모의 경제 달성을 통한 원가절감으로 비브랜드 제품과의 가격 경쟁력 갖춘 이후 높은 품질을 바탕으로 빠른 속도로 비브랜드 시장을 잠식하고 있으며, 압도적인 시장 점유율(브랜드 제품 중 83%)을 통한 규모의 경제를 달성할 수 있을 것으로 판단된다. 기존 사업부문들의 성장과 함께 향후 욕실, 전자재 등 신규 산업으로의 진출을 통해 지속적인 매출 성장도 기대된다.

IKEA 국내 진출에 따른 M/S 감소는 제한적: 2014년 말 IKEA의 국내 시장 진출에 따라 인테리어 가구 시장의 변화는 불가피하다. 하지만 동사의 시장점유율은 IKEA의 시장 진출 이후에도 유지 될 것으로 전망하는데, 이는 1) 동사 매출의 36.8%만이 IKEA와 경쟁이 발생할 것으로 예상되는 인테리어 가구 부문의 매출이며, 2) IKEA의 국내 시장 진출이 현재 3조원으로 추산되는 국내 인테리어 가구 부문 중 30%에 불과한 브랜드 시장보다는 70%에 달하는 저가형 비브랜드 시장을 빠른 속도로 잠식할 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 IKEA의 국내 진출 이후 ASP 하락에 따른 피해가 발생하더라도 높은 M/S와 시장 성장을 통해 상쇄 가능할 것으로 판단한다.

BUY투자의견과 목표주가 106,000원으로 Coverage 개시: B2B시장의 성장성이 2015년부터 둔화된다는 점을 감안할 때, 동사의 높은 B2C 비중을 통한 실적 차별화는 현재 경쟁사 대비 valuation premium의 근거가 된다고 판단한다. 실적 차별화를 통해 진행되고 있는 동사의 re-rating을 감안하여, BUY투자의견과 목표주가 106,000원 (12개월 forward 수정 EPS 4,822원에 Target P/E 22.0배 적용, 전자재 평균 P/E 배수에 30% premium)으로 커버리지를 개시한다. 동사의 안정적인 재무구조와 주주친화적인 배당정책(배당성향 20.0% 수준) 또한 긍정적으로 평가한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	1,006.9	1,273.6	1,406.5	1,555.1
순이익 (십억원)	61.4	82.4	101.2	117.2
EPS (adj) (원)	3,383	4,548	5,586	6,483
EPS (adj) growth (%)	56.3	34.5	22.8	16.1
EBITDA margin (%)	8.6	8.8	9.7	10.0
ROE (%)	24.8	27.6	26.8	24.9
P/E (adj) (배)	20.8	18.3	14.9	12.8
P/B (배)	4.9	4.6	3.6	2.9
EV/EBITDA (배)	18.0	15.6	12.2	9.9
Dividend yield (%)	1.0	1.1	1.4	1.6

자료: 한샘, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	813	1,007	1,274	1,406	1,555
매출원가	576	701	898	968	1,044
매출총이익	237	306	376	439	511
(매출총이익률, %)	29.2	30.4	29.5	31.2	32.8
판매 및 일반관리비	183	226	269	312	365
영업이익	54	80	107	127	146
(영업이익률, %)	6.7	7.9	8.4	9.0	9.4
순금융이익	0	2	4	7	9
순외환이익	0	(0)	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	(0)	(1)	(2)	(0)	0
세전이익	55	81	109	134	155
법인세	16	20	26	32	37
(법인세율, %)	28.8	24.4	24.2	24.2	24.2
순이익	39	61	82	101	117
(순이익률, %)	4.8	6.1	6.5	7.2	7.5
지배주주순이익	39	61	82	101	117
(순이익률, %)	4.8	6.1	6.5	7.2	7.5
EBITDA	63	87	113	136	156
(EBITDA 이익률, %)	7.8	8.6	8.8	9.7	10.0
EPS(지배주주) (원)	1,656	2,607	3,494	4,291	4,981
EPS(연결기준) (원)	1,656	2,608	3,501	4,300	4,981
수정 EPS (원)**	2,164	3,383	4,548	5,586	6,483
주당배당금 (보통, 원)	600	700	800	1,000	1,100
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	27.7	20.6	22.9	23.3	22.1

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	46	85	112	135	159
순이익	39	61	82	101	117
유·무형자산 상각비	8	8	8	9	10
순외환관련손실 (이익)	0	(0)	(0)	0	0
지분법평가손실 (이익)	0	0	0	0	0
Gross Cash Flow	46	100	94	111	128
순운전자본감소 (증가)	(0)	(3)	19	23	31
기타	0	(12)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(22)	(86)	(4)	(19)	(28)
설비투자	7	(26)	(20)	(20)	(30)
Free cash flow	46	59	92	115	129
투자자산의 감소(증가)	(2)	(2)	0	0	0
(배당금***)	0	0	0	0	0
기타	(27)	(58)	16	1	2
재무활동에서의 현금흐름	(24)	(10)	(10)	(11)	(26)
차입금의 증가(감소)	2	1	0	0	(12)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(11)	(11)	(13)	(14)	(18)
기타	(15)	(1)	3	3	4
현금증감	(1)	(11)	98	105	105
기초현금	59	35	24	122	227
기말현금	35	24	122	227	332

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 완전 희석, 일회성 항목 제외
 *** 지분법증권으로부터의 배당
 자료: 한샘, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	170	287	402	523	647
현금 및 현금등가물	0	24	123	227	332
매출채권	69	103	115	126	139
재고자산	35	41	46	49	53
기타	66	119	119	121	123
비유동자산	519	219	214	224	244
투자자산	419	60	61	61	61
(지분법증권)	16	0	1	1	1
유형자산	91	132	145	156	176
무형자산	3	7	6	6	6
기타	5	20	1	1	1
자산총계	689	506	616	747	891
유동부채	223	222	258	297	335
매입채무	104	109	120	130	141
단기차입금	19	23	23	23	11
기타 유동부채	100	91	114	145	183
비유동부채	6	20	24	30	36
사채 및 장기차입금	0	4	4	4	4
기타 장기부채	6	16	20	26	32
부채총계	230	242	282	327	371
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	37	38	38	38	38
이익잉여금	209	256	325	412	511
기타	(39)	(53)	(53)	(53)	(53)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	231	264	334	420	520
순부채	(21)	(98)	(197)	(302)	(418)
주당장부가치 (원)	12,614	14,250	18,119	22,920	28,416

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	14.0	23.9	26.5	10.4	10.6
영업이익	11.9	46.8	33.9	19.1	14.3
세전이익	5.1	48.4	33.9	22.8	15.8
순이익	3.0	57.5	34.3	22.8	15.8
영업순이익*	4.5	56.8	34.5	22.8	16.1
EBITDA	9.7	55.8	29.6	21.0	14.6
수정 EPS**	4.5	56.3	34.5	22.8	16.1
비율 및 회전					
ROE (%)	18.0	24.8	27.6	26.8	24.9
ROA (%)	7.3	4.4	14.7	14.8	14.3
ROIC (%)	16.6	22.8	24.3	23.0	21.2
순부채비율 (%)	(9.2)	(37.3)	(59.0)	(71.7)	(80.5)
이자보상배율 (배)	88.4	120.4	171.1	208.0	289.2
매출채권 회수기간 (일)	30.7	31.9	31.2	31.3	31.1
매입채무 결제기간 (일)	46.1	39.7	32.8	32.4	31.7
재고자산 보유기간 (일)	15.3	14.8	12.4	12.3	12.0
Valuations (배)					
P/E	11.9	20.8	18.3	14.9	12.8
P/B	1.6	4.9	4.6	3.6	2.9
EV/EBITDA	7.5	18.0	15.6	12.2	9.9
EV/EBIT	8.6	19.8	16.9	13.0	10.6
배당수익률 (보통, %)	0.7	1.0	1.1	1.4	1.6

Company Update



오승엽
Analyst
sungyup.oh@samsung.com
02 2020 7827

최지호
Analyst
geeho.choi@samsung.com
02 2020 7809

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	624,000원 (23%)
현재주가	509,000원
Bloomberg code	002380 KS
시가총액	5.4조원
Shares (float)	10,520,000주 (54.6%)
52주 최저/최고	304,500원/570,000원
60일-평균거래대금	116.3억원
One-year performance	1M 6M 12M
KCC (%)	-2.2 +23.3 +63.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.9 +25.6 +60.7

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	-	-
목표주가	624,000	-	-
2013E EPS	16,709	-	-
2014E EPS	17,698	-	-
2015E EPS	18,866	-	-

SAMSUNG vs THE STREET

No of Wisefn estimates	5
Target price vs Wisefn mean	-1.6%
Estimates up/down (4 weeks)	0/1
1-year-fwd EPS vs Wisefn mean	-8.2%
Estimates up/down (4 weeks)	2/0
Wisefn recommendation	Buy

KCC (002380)

실적 확인하면서 점진적 상승 기대

WHAT'S THE STORY?

Event: 건축자재 섹터의 구조적 변화에 대한 투자자들의 관심 부각.

Impact: 추가 상승 모멘텀에 대한 확인 필요.

Action: 중장기 성장 모멘텀 긍정적. BUY 투자의견 및 목표주가 624,000원 제시.

THE QUICK VIEW

부동산 건축 규제 강화의 수혜 부각: 부동산 시장의 전방산업 개선이 점진적으로 이루어지고 있는 가운데, 정부가 단열재 및 창호 등급 기준을 2010년과 2013년에 걸쳐 순차적으로 강화시키고 있다. 이러한 규제 강화의 효과는 신축건물, 리모델링 Cycle이 도래하면서 ASP 상승으로 이루어질 수 있을 것으로 전망되며, 단열재와 창호의 상위 M/S를 가진 KCC의 수혜가 지속적으로 확대될 수 있는 상황이다. 2012년부터 시행되는 창호 등급제는 자체시험기관으로 KCC가 있어, LG하우시스와 한화L&C와 더불어 관련된 시장 선두주자인 동시에 규제의 기준을 정하는 기업으로 선정되어 있다.

중장기적 모멘텀 증가 예상되나 속도는 다소 더딜듯: KCC가 주요 건축자재에서 선도적인 M/S를 가지고 있음에도 불구하고 주가 상승 모멘텀이 다소 둔화될 가능성이 높는데 이는 1) 매출이 페인트 45%, 건축자재 36%, 기타 19%로, 건설을 제외한 자동차 및 조선에 대한 의존도가 높고; 2) KCC건설 지분법 관련 손실에 대한 Risk가 (13년말 기준 PF 3,469억원) 상존하며; 3) 현재 주가에 투자자산 (13년말 장부가 1.85조원)의 가치가 반영되어 있어 영업개선을 통한 주가 상승 모멘텀 확보가 더딜 수 있기 때문이다. 따라서 KCC의 중장기적 성장 모멘텀이 확보된 상황임에도, 실제 주가는 실적 개선을 확인하면서 움직이는 모습을 보일 것으로 예상된다. 이와 별개로 페인트 관련한 조선 및 자동차 전방산업 개선이나 보유한 에버랜드 지분(13년말 장부가 8,880억원)의 재평가 등은 잠재적인 Upside로 해석할 수 있는 점이다.

BUY 투자의견과 목표주가 624,000원 제시: 섹터 내 기업들 중 건축자재 Business에 대한 노출도가 36% (페인트 매출 중 건설 감안해도 50%) 수준으로 LG하우시스 57%, 한샘 100% 대비 다소 낮은 수준이고, 투자자산 가치가 반영된 주가의 무거운 움직임이 향후 모멘텀 상승을 더디게 할 수 있는 요인이라고 판단한다. KCC의 중장기 성장 모멘텀 긍정적으로 판단하여 BUY 투자의견을, 목표주가는 동사의 영업가치 4.6조원(Target EV/EBITDA 9배)에 투자자산 및 유형자산 30% 할인한 2.2조원을 합하여 산출한 624,000원을 제시한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	3,233.0	3,515.9	3,586.9	3,645.3
순이익 (십억원)	249.0	247.6	258.9	271.3
EPS (원)	23,669	23,540	24,608	25,793
EPS growth (%)	(44.2)	(0.5)	4.5	4.8
EBITDA margin (%)	15.9	14.6	14.0	13.7
ROE (%)	5.0	4.8	4.9	5.0
P/E (배)	15.3	21.6	20.7	19.7
P/B (배)	0.7	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	8.0	10.9	10.7	10.3
Dividend yield (%)	1.5	1.5	1.5	1.5

자료: KCC, 삼성증권 추정

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	3,246	3,233	3,516	3,587	3,645
매출원가	2,557	2,521	2,732	2,786	2,825
매출총이익	689	712	784	801	820
매출총이익률 (%)	21.2	22.0	22.3	22.3	22.5
판매 및 일반관리비	490	480	489	497	503
영업이익	199	232	295	305	317
영업이익률 (%)	6.1	7.2	8.4	8.5	8.7
순금융이익	(12)	(13)	(11)	(9)	(4)
순지분법이익	(105)	(44)	(35)	(35)	(35)
기타	546	167	100	100	100
세전이익	627	342	350	362	378
법인세	180	93	102	103	107
법인세율 (%)	28.8	27.3	29.2	28.4	28.3
순이익	446	249	248	259	271
순이익률 (%)	13.7	7.7	7.0	7.2	7.4
지배주주순이익	445	248	246	258	270
비지배주주순이익	2	1	1	1	1
영업순이익*	(79)	126	176	186	198
영업순이익률 (%)	(2.4)	3.9	5.0	5.2	5.4
EBIT	639	355	361	370	382
EBIT 이익률 (%)	19.7	11.0	10.3	10.3	10.5
EBITDA	803	513	515	504	498
EBITDA 이익률 (%)	24.7	15.9	14.6	14.0	13.7
EPS(지배주주, 원)	42,265	23,558	23,430	24,493	25,672
EPS(연결기준, 원)	42,426	23,669	23,540	24,608	25,793
수정 EPS (원)**	(7,551)	11,973	16,709	17,698	18,866
주당배당금 (보통, 원)	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	17.6	31.6	31.8	30.4	29.0

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동에서의 현금흐름	106	319	254	312	306
순이익	446	249	248	259	271
유·무형자산 상각비	164	157	154	134	116
지분법평가손실 (이익)	105	44	0	0	0
Gross cash flow	354	533	347	335	325
순운전자본감소 (증가)	(6)	(62)	(93)	(23)	(19)
기타	(242)	(152)	0	0	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(566)	104	(153)	(88)	(48)
설비투자	(411)	(100)	(220)	(155)	(113)
Free cash flow	(305)	219	35	157	193
투자자산의 감소 (증가)	(189)	148	72	69	66
기타	34	56	(5)	(2)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	(122)	(92)	(71)	(23)	13
차입금의 증가 (감소)	(28)	6	(4)	3	2
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(79)	(78)	(78)	(78)	(78)
기타	(16)	(20)	11	53	88
현금증감	(583)	327	30	202	270
기초현금	945	362	689	719	921
기말현금	362	689	719	921	1,191

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 일회성 항목 제외, 완전 회석화 됨
 자료: KCC, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	1,700	2,016	2,162	2,393	2,687
현금 및 현금등가물	360	688	719	921	1,191
매출채권	772	791	861	878	892
재고자산	502	477	518	529	537
기타	66	59	64	66	67
비유동자산	5,124	5,036	5,030	4,983	4,914
투자자산	2,258	2,140	2,068	1,999	1,932
지분법증권	322	271	271	271	271
유형자산	2,709	2,627	2,694	2,716	2,714
무형자산	33	33	33	33	33
기타	124	236	236	235	235
자산총계	6,824	7,052	7,192	7,376	7,602
유동부채	1,200	584	515	469	440
매입채무	168	195	213	217	220
단기차입금	78	137	149	152	155
기타 유동부채	954	251	154	100	65
비유동부채	662	1,375	1,450	1,536	1,633
사채 및 장기차입금	148	811	811	811	811
기타 장기부채	515	563	639	724	822
부채총계	1,862	1,958	1,965	2,005	2,074
지배주주지분	4,930	5,061	5,193	5,336	5,492
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	446	446	446	446	446
이익잉여금	3,873	4,052	4,220	4,399	4,591
기타	554	507	471	435	399
비지배주주지분	32	32	33	35	36
자본총계	4,962	5,093	5,227	5,371	5,528
순부채	459	275	241	42	(226)
주당장부가치 (원)	499,803	513,216	526,717	541,359	557,267

재무비율

12월 31일 기준	2012	2013	2014E	2015E	2016E
증감률 (%)					
매출액	(3.7)	(0.4)	8.8	2.0	1.6
영업이익	62.0	16.5	27.4	3.2	3.9
세전이익	31.2	(45.4)	2.2	3.4	4.6
순이익	36.5	(44.2)	(0.5)	4.5	4.8
영업순이익*	적지	흑전	39.6	5.9	6.6
EBITDA	68.5	19.0	0.5	(2.2)	(1.2)
수정 EPS**	적지	흑전	39.6	5.9	6.6
비율 및 회전					
ROE (%)	8.9	5.0	4.8	4.9	5.0
ROA (%)	6.3	3.6	3.5	3.6	3.6
ROIC (%)	2.6	3.1	3.8	4.0	4.1
순부채비율 (%)	9.2	5.4	4.6	0.8	(4.1)
이자보상배율 (배)	24.5	14.6	13.8	14.1	14.5
매출채권 회수기간 (일)	90.5	88.2	85.7	88.4	88.6
매입채무 결제기간 (일)	22.2	20.5	21.2	21.8	21.9
재고자산 보유기간 (일)	61.3	55.3	51.7	53.3	53.4
Valuations (배)					
P/E	7.1	15.3	21.6	20.7	19.7
P/B	0.6	0.7	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.5	8.0	10.9	10.7	10.3
EV/EBIT	5.7	11.5	15.5	14.6	13.4
배당수익률 (보통, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

■ Compliance Notice

- 당사는 4월 25일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 4월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이

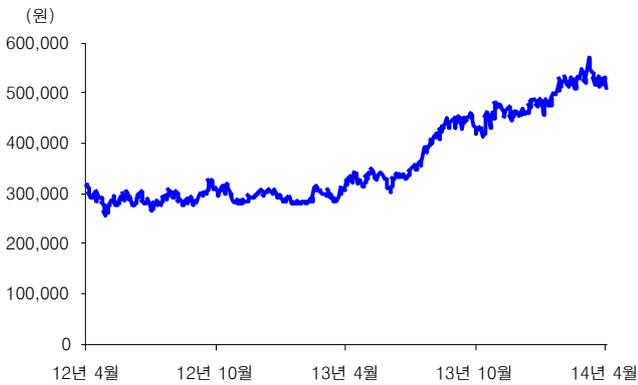
LG하우시스



한샘



KCC



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

LG하우시스

일 자	2014/4/25
투자의견	BUY
TP (원)	245,000

한샘

일 자	2014/4/25
투자의견	BUY
TP (원)	106,000

KCC

일 자	2014/4/25
투자의견	BUY
TP (원)	624,000

- 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★(매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY(매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD(중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL(매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
SELL★★★(매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상



create with you

삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900