

건자재 (비중확대/Initiate)

당신의 집은 몇 살입니까?

I. 장기 변화 요인 - 일본 건자재 시장의 개화

2000년대 이후 일본은 주요 건자재 업체의 주가가 장기적으로 상승하는 추세에 있다. 일본의 건자재 업체가 보여주는 미래는 1) 착공 중심의 건자재 수요에서 노후 주택의 개선 수요로의 이전과, 2) 업종 내 과점화, 수직 계열화, 제품 다변화, M&A 등에 따른 수익성 개선 과정이다.

노후 주택 리폼 시장의 개화기 - 주택 공급 후 25년 경과 시점이 변곡점

일본 주택 시장에서 70년대 급증한 신규 주택이 25년 이상으로 고령화되면서, 노후 주택의 개선 수요가 지속적으로 증가하기 시작한 시점이 2000년대 이후이다. 이후 일본 건자재 업체들의 실적이 착공 물량과 연동되지 않고 장기 성장이 나타나기 시작했다.

이를 기준으로 노후 주택에 대한 B2C 수요가 촉발되기 시작하는 시점을 준공 이후 25년 정도 지나는 시점으로 판단할 수 있다. 국내 주택시장의 경우 2015년을 기점으로 노후 주택에 대한 개선 욕구가 본격적으로 증가할 전망이다.

노후 주택의 개선에 대한 욕구가 실제 구매로 이어지는 것은 경기, 소득, 가격 등 여러 변수에 따라 다르지만, 장기적으로 건자재 시장의 수요가 B2C로 이전할 것이라는 점은 명확하다.

그림 1. 일본 60~70년대 급증한 신규 주택의 25년 경과 시점은 2000년

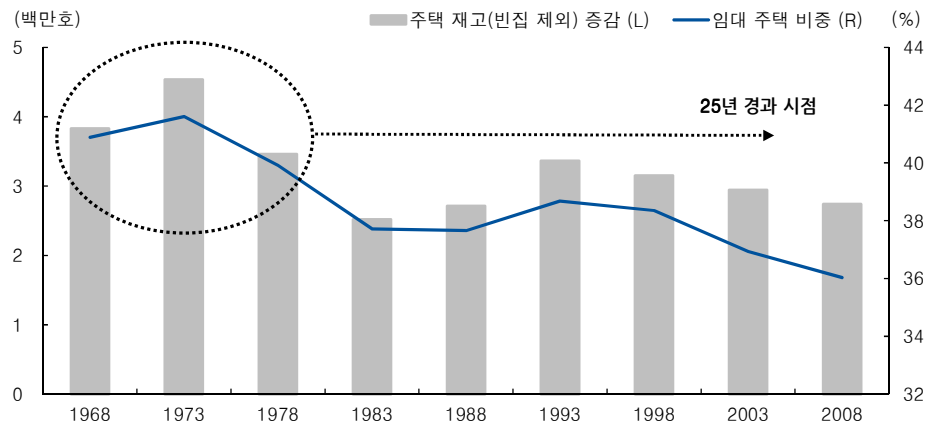
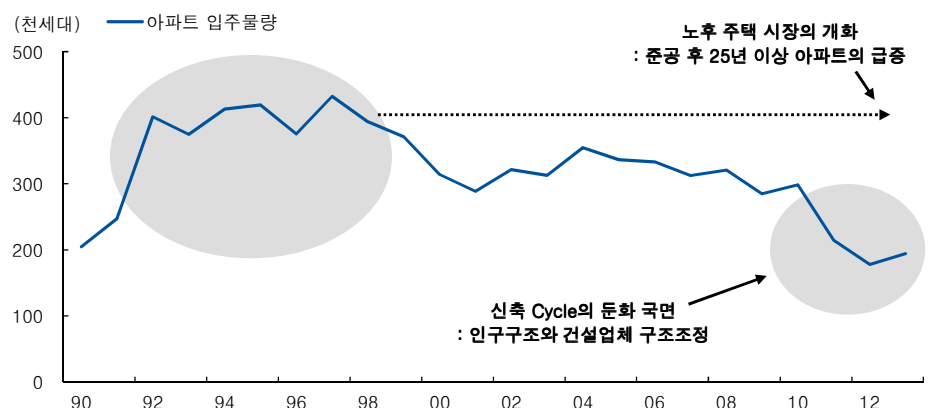


그림 2. 한국 90년대 급증한 아파트의 25년 경과 시점은 2010~15년



자료: CEIC, 부동산114, KDB대우증권 리서치센터

착공 Cycle에서 벗어난 일본 건자재 업체의 실적

2000년대 중반부터 일본 주택 착공 물량과 건자재 업체 실적의 연동성이 본격적으로 떨어지기 시작하였다. 2000년대 이후 착공 물량 감소에도 불구하고 상위 건자재 업체의 외형 성장은 지속적으로 증가하고 있다.

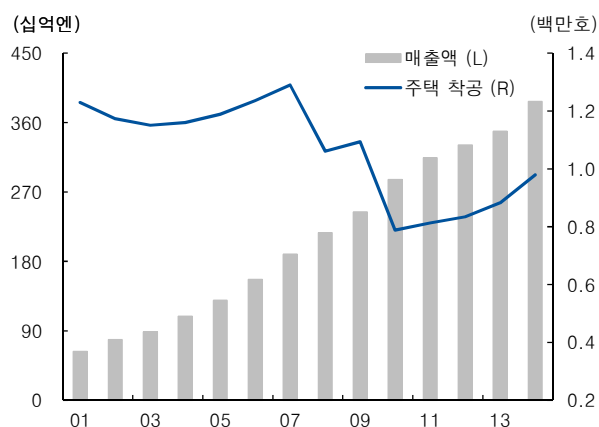
일본의 주택 착공 물량은 1997~2000년 1차 하락, 2007~2010년 2차 하락하면서 현재는 90년대 초반 대비 60% 수준을 보이고 있다.

착공 물량 감소에 따라 건자재 업체의 매출과 실적은 크게 둔화되어야 하나, LIXIL의 경우 2000~2005년 착공 물량 정체기에 오히려 매출이 크게 증가하였다. 다른 건자재 업체의 매출 역시 착공 물량과 관계없이 성장하기 시작하였다.

결국 일본의 건자재 시장에서는 2000년대 이후 신규 착공 물량보다, 노후 주택의 개선을 위한 B2C 수요의 증가 및 과점화와 구조 개편 과정을 통한 상위 업체들의 M/S 확대가 나타나고 있는 것으로 판단된다. 외형 성장과 더불어 경쟁 완화와 과점화 영향으로 수익성 개선이 동시에 나타나면서 LIXIL과 NITORI의 영업이익률은 개선되고 있다.

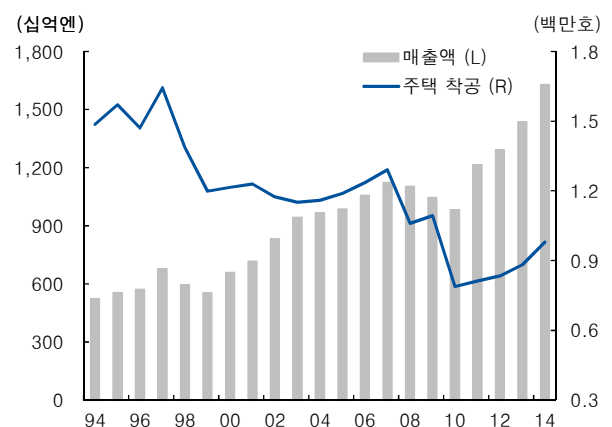
국내 건자재 시장 역시 이미 과점화가 상당부분 진행된 상태이며, 향후 노후 주택의 개선 수요 증가가 나타날 경우 전체 건설 경기와 별개의 실적 흐름을 보일 가능성이 높다.

그림 3. NITORI 매출과 일본 주택 착공 추이



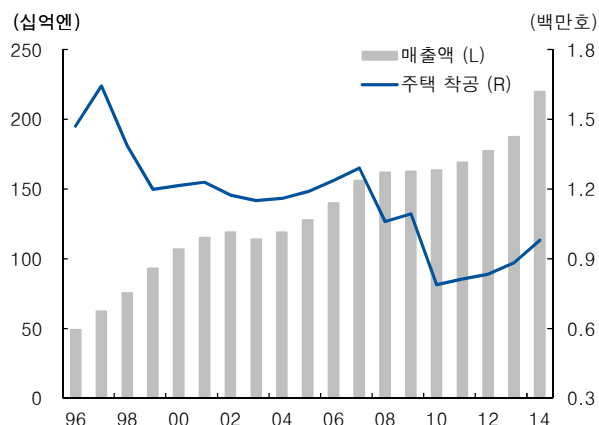
자료: CEIC, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. LIXIL 매출과 일본 주택 착공 추이



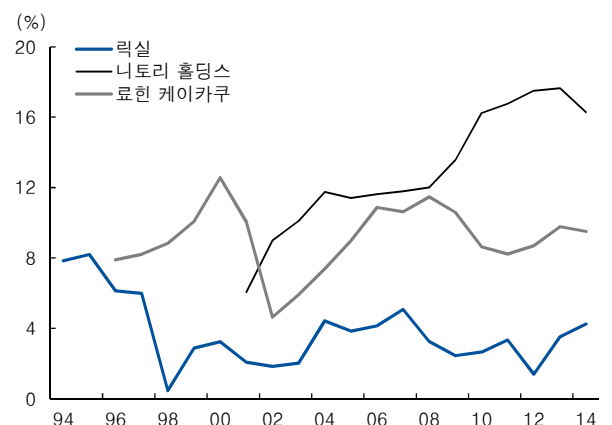
자료: CEIC, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. RYOHIN KEIKAKU 매출과 일본 주택 착공 추이



자료: CEIC, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 일본 건자재 3사 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

II. 장기 성장의 조건 - 1) 과점화

이미 장기 변화의 조건을 충족한 국내 건자재 시장

대부분의 국내 건자재 시장은 이미 과점화가 이루어져 있으며, 상위 5개 업체의 점유율이 50%를 상회한다. 특히, 페인트와 시멘트, MDF 등의 시장은 상위 5개 업체가 80% 수준의 M/S를 차지한다.

대부분 설비투자 비용이 크고 전방에서 장기 수요에 대한 기대가 크지 않아 신규 진입자가 없는 상황에서, 장기 불황을 겪으면서 자연스러운 구조조정이 나타난 결과로 판단된다.

내부 경쟁 완화와 수익성 확보 전략 - 2013년 이후 건자재 업체의 실적 개선에는 전방 산업 회복에 대한 기대나 외형 성장보다 과점 시장 내에서 경쟁 완화와 수익성 확보가 주요 요인으로 작용하고 있다고 판단된다.

시멘트 부문은 재무구조 악화와 손실 지속에 따라 2010년 이후 지속적으로 단가 인상을 추진하고 있고, 페인트 부문은 상위 업체의 시장 점유율 상승, 전방의 수요 증가, 원재료 가격 하락 등의 요인으로 수익성 개선이 나타나고 있다. 가구 부문과 건축자재 부문의 영업이익률 역시 경쟁 완화와 점유율 확대에 따라 2013년 이후 지속적으로 개선되고 있다.

추가적인 구조 개편 가능성 - 시멘트 업종에서는 7개의 주요 업체 중 현대시멘트가 워크아웃 상태, 동양시멘트가 M&A 대상, 한라라파즈의 매각 가능성 등으로 향후 추가적인 구조 개편에 따른 M/S 변화 가능성이 열려있다. 페인트 시장의 경우 2011년 이후 상위 5개 업체의 시장점유율이 73.3%에서 81.8%로 높아지고 있다. 강화마루 시장의 경우 국내기업의 M/S가 높아지고 있다. 유일하게 철근 업종의 경우만 국내 업체의 M/S가 소폭 하락하고 있는 추세이다.

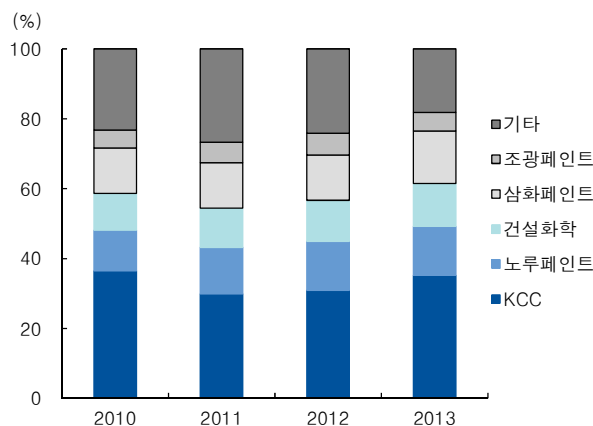
M/S Gainer가 시장을 주도 - 상대적으로 M/S를 확대하는 업체의 증가와 실적 모멘텀이 강하게 나타나고 있다. 향후 어떤 건자재 시장이건 구조조정이나 M&A 이슈가 나타날 경우, 산업 내 구조 개편에 따른 수혜 가능성이 크게 부각될 것으로 전망된다.

2013년부터 현재까지의 흐름이 수익성의 정상화에 초점을 맞췄다면, 2014년은 시장 내 M/S의 변화와 구조 변화 가능성에 좀 더 가중치를 두어야 할 것으로 판단된다.

M/S Gainer

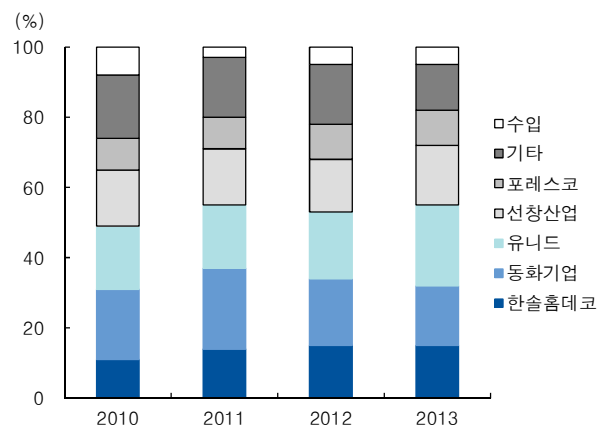
: 수익성 확보 과정에서 M/S 확장이
동시에 일어나는 업체

그림 7. 상위 업체의 점유율이 높아지고 있는 페인트 시장



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 2013년 상위 업체 점유율 증가한 MDF 시장



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

II. 장기 성장의 조건 – 2) 신축에서 노후 주택으로

장기적으로 주택의 노후화, 저금리, 낮은 주택 가격 변동성이 B2C를 연다

1) 25년 이상 된 주택의 노후화가 B2C 수요를 촉발

국토교통부의 재고주택 조사에 따르면 2010년 전체 1,388만호의 주택 중 44%가 25년 이상의 노후화 주택으로 파악된다. 2015년의 경우 48%가 25년 이상의 노후 주택이 될 것으로 추정된다.

재건축/재개발 및 신규 공급 증가 속도보다 주택의 고령화 속도가 빨라 전체 주택에서 노후 주택이 차지하는 비중은 시간이 지날수록 높아질 것으로 전망된다. 연간 20만호 수준인 신축 주택 중심의 B2B 시장보다, 750만호 이상의 잠재 시장을 가지고 있는 B2C 시장의 성장에 기대를 거는 이유이다.

2) 저금리와 임대 수익률 상승 – 내부 인테리어를 통한 수익률 제고 노력

임대 시장에서 주택 보유자가 가격 결정권을 가지기 시작하면서 나타난 첫 번째 흐름은 전세 가격 상승이다. 두 번째 흐름은 저금리 기조에서 전세금에 대한 이자 수익률 감소에 따른 월세 계약 비중 증가이다. 그리고 세 번째 흐름으로, 월세 계약 비중의 확대와 함께 임대 수익률 제고를 위한 노후 주택의 개선이 나타날 것으로 전망된다.

3) 낮은 주택 가격 변동성이 B2C 건자재 시장을 이끌 전망

B2C 시장의 개화는 주택 가격의 변동성이 크게 둔화된 국면에서, 주거의 질적 개선을 위한 욕구가 증가해야 가능하다.

금융위기 이후 서울, 수도권 중심의 부동산은 2012년까지 가격 하락 이후 안정화, 지방 부동산은 2012년까지 가격 상승 이후 안정화 국면이었다. 그리고 2013년 이후에는 지방과 수도권 모두 과거 최저 수준의 가격 변동폭을 보이고 있다.

기존 주택에 대한 매매 차익이 아니라 실수요 중심으로 거주자의 질적 개선에 대한 욕구가 증가할 수 있는 환경으로 판단된다. 가장 수혜 받을 수 있는 건자재는 가구, 벽지, 바닥재 등의 내부 인테리어 관련 건자재가 될 것으로 예상된다.

장기적으로 B2B 시장은 정체: 수출, ASP, M/S, 구조 개편에 초점

현재 착공 물량이 늘어나고 있는 부분은 대형 건설업체 중심으로 대규모 수주 잔고를 확보하고 있고, 토지 매입이 필요하지 않은 재건축/재개발 분양 물량이다. 전체 신규 분양 물량은 향후 20만호 수준에서 정체될 것으로 전망된다. 부동산 시장이 회복되더라도 토지 매입 관련 레버리지가 제한된 환경에서 B2B 시장의 성장은 제한적일 것으로 전망된다.

따라서 B2B 중심의 건자재 시장은 장기적으로 국내 부문의 외형 성장보다는 1) 해외 수출 등을 통한 신시장 찾기 2) ASP 개선과 비용 절감 노력 3) 한정된 시장 내 M/S 확대 4) M&A 등을 통한 구조 개편 등에 초점을 맞춰야 할 것으로 판단된다.

III. 2014년 건자재 투자포인트

페인트는 B2B 물량, 시멘트는 단가 인상, 철근은 구조조정, 가구는 B2C 추가 성장 여부

2014년 페인트 사업은 전방에서 주택 입주 물량 증가에 따른 수요 증가와 조선 관련 물량 증가를 기대하고 있다. 다만 2분기까지는 건설 부문 중심의 수요 증가가 예상되며, 조선 업체의 수주 증가에 따른 효과는 본격화되지 않은 것으로 판단된다.

하반기 관건은 조선 관련 도로 수요 증가 여부와 B2B 부문 물량 증가 과정에서 ASP 상승이 나타날 수 있는가에 있다.

시멘트 업종의 경우 연초 4,000원/톤의 단가 인상을 단행하였으나 2분기 건설업체와 레미콘 업체의 조정을 통해 1,400원/톤으로 하향되었다. 연초 예상보다 가격 인상폭이 낮아지면서 단기 모멘텀이 감소하였다. 다만 유연탄 가격 하향 안정화와 원화 강세 효과로 2분기 실적은 개선될 것으로 전망된다.

마루 시장은 하반기 입주 물량 증가에 따른 B2B 수요 증가 수혜가 예상되며, 친환경 관련 규제 강화로 중국산 제품의 점유율 하락 지속 여부가 관건이다.

철근 시장의 경우 신규 착공 물량이 정체된 상태로 수요 증가에 대한 기대는 어려울 것으로 전망되며, 구조조정 이후 ASP 상승이 가능한 국면까지는 빠른 회복을 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

가구 시장은 입주 물량 증가에서 나타나는 B2B 수요 증가가 기대된다. 다만 장기적으로 주력 시장은 기존 노후 주택에서 발생하는 B2C 수요이다. B2C 가구 수요의 경우 주택 거래량, 재건축/재개발 착공 속도, 주택 노후화 정도 등에 영향을 받으나 2013년 이후 진행되고 있는 수요 증가의 핵심이 거래 증가 때문인지, 아니면 기존 주택의 인테리어 수요 증가 때문인지 명확하지 않다.

2014년 2분기 주택 거래량이 감소하고 있어, 2013년 2분기 이후의 수요 증가의 원인이 명확해질 것으로 판단된다. 2분기 이후 B2C 부문 실적이 둔화된다면, 기존 노후 주택의 개선 수요보다는 주택 거래량에 민감하게 실적이 움직이는 것으로 하반기 실적 기대감이 감소할 수 있다.

표 1. 업종별 이슈

업종	2014년 이후 Issue
페인트 시장	(건설) 주택 입주 물량 증가에 따라 하반기까지 건설 관련 수요 증가 (조선) 2013년 조선 업종 신규 수주 증가에 따른 수요 증가 기대 ASP 상승 여부가 관건
시멘트 시장	시멘트 단가 1,400원/톤 인상, 원화 절상, 유연탄 가격 하락 장기적으로 시멘트 단가는 레미콘 단가 인상에 연동 물량 증가는 제한적, 업종 내 M&A 및 구조조정이 관건
MDF 및 마루 시장	하반기 입주 물량 증가에 따른 수요 증가 기대 노후 주택 비중 증가에 따라 B2C 시장 확대 환경 규제 강화로 중국산 제품 점유율 하락
철근 시장	중국과 한국 철강 업체의 구조조정 여부가 관건 전체 시장의 착공 면적은 안정화된 상태로 수요 증가는 제한적
가구 시장	하반기까지 입주 물량 증가에 따른 B2B 수요 증가 전망 2분기 주택 거래량 감소에도 불구하고 노후 주택 관련 B2C 수요 증가가 실적 성장 견인 장기적으로는 재건축/재개발 중심의 수요와 노후화 주택 개선을 위한 B2C 수요 증가 지속

자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. Coverage 투자 의견과 Valuation

한샘 Top-pick, KCC B2B 수요 증가 수혜, LG하우시스 고기능 소재 성장이 관건

한샘(009240)에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 108,000원으로 커버리지를 개시한다. 단기적으로 Valuation 부담이 있으나, 2분기 주택 거래량 감소에도 불구하고 B2C 수요 증가는 확인한 것으로 판단된다. 장기적으로 B2C 시장 성장의 중심에 있는 업체이며, 전체 주식의 23.2%에 달하는 자사주와 장기 배당성향 증가를 반영한 것이다. 목표주가는 Sum-of-the-parts 방식으로 산정하였으며, 2015년 실적을 반영하였다.

KCC(002380)에 대한 투자 의견 Trading Buy와 목표주가 700,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Sum-of-the-parts 방식으로 산정하였으며 2015년 기준으로 4.2조원 수준의 영업이익과 2.7조원 수준의 비영업용 자산가치를 반영하였다. 투자 의견은 1) 보유 자산의 현금화 가능성 부각 2) 배당성향 증가 가능성 3) 하반기 B2B 비중이 높은 업체에게 유리한 업황 등을 반영한 것이다.

LG하우시스(108670)에 대한 투자 의견 Trading Buy와 목표주가 210,000원으로 커버리지를 개시한다. 단기적인 주가 상승 모멘텀은 크지 않을 것으로 전망되는데 이는 1) 전체 영업이익의 절반 이상을 차지하는 고기능 소재 부문의 성장 둔화 가능성과 2) 장기적으로 B2C 시장의 성장 수혜가 한샘보다 높지 않을 것으로 판단되기 때문이다.

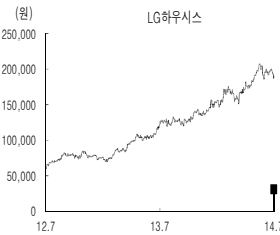
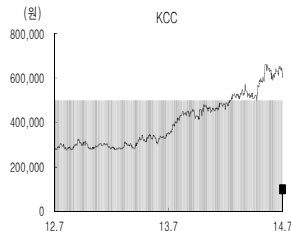
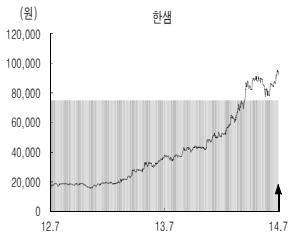
표 2. Coverage 종목 Valuation

		PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)
KCC	2007	28.1	1.2	8.8	11.9
	2008	16.3	0.9	4.7	7.9
	2009	10.7	0.9	9.2	8.7
	2010	10.3	0.7	7.8	10.4
	2011	9.2	0.6	6.0	8.7
	2012	7.0	0.6	9.0	10.0
	2013	19.9	1.0	5.0	13.5
	2014F	25.2	1.2	5.0	13.9
	2015F	22.9	1.2	5.4	13.1
한샘	2007	10.1	1.0	22.3	3.5
	2008	8.1	0.9	13.5	3.5
	2009	12.6	1.4	13.9	6.1
	2010	11.2	1.5	17.1	5.5
	2011	12.2	2.0	20.6	7.4
	2012	11.1	1.6	18.9	7.1
	2013	19.3	3.7	25.6	12.3
	2014F	27.6	5.9	27.0	18.6
	2015F	23.6	4.9	25.8	15.7
LG하우시스	2009	52.2	1.8	3.4	10.8
	2010	21.4	1.3	6.0	7.8
	2011	18.7	1.2	6.6	8.3
	2012	27.3	1.1	4.0	8.2
	2013	19.3	1.8	9.8	8.8
	2014F	17.3	2.2	13.3	9.0
	2015F	14.3	1.9	14.3	8.0

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

투자 의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
한샘(009240)	2014.07.30	매수	108,000원	LG하우시스(108670)	2014.07.30	분석 대상 제외	108,670원
		분석 대상 제외					
KCC(002380)	2014.07.30	Trading BUY	700,000원				



투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.