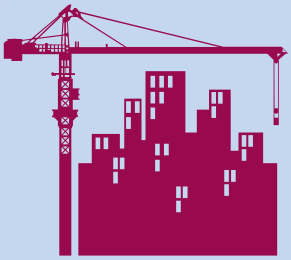
건자재

Overweight
(Maintain)

2015. 3. 26

중소형 건자재 업체 동향

이미 한샘, 한일시멘트, LG하우시스 등
대형 건축자재 업체들이 주가 강세를 시현한
상황에서 최근 뒤늦게 중소형 건자재 업체들의
주가가 급등하고 있다.
직접 탐방을 가거나 여러 방법을 통해서
이들 중소형 건자재 업체들에 대한
요점정리를 수행해보았다.



화학/건자재/지주
Analyst 박중선
02) 3787-4945
jspark@kiwoom.com

키움증권

Contents

I. 단열재 3
> 건축물 에너지 효율 등급 강화 3

II. 주방가구 4
> 주방가구 시장 4
> 현대리바트 (079340) 5
> 에넥스 (011090) 6
> 하츠 (066130) 7

III. 욕실 8
> 욕실 시장 규모 약 3조원, 국내 관련 업체 매출액 약 8천억원 8
> 아이에스동서 (010780) 9
> 대림B&Co (005750) 10
> 대림통상 (005750) 11

IV. 목재, 바닥재 12
> 친환경 보드, 층간소음 억제, 원목느낌 12
> 동화기업 (025900) 13
> 유니드 (014830) 14
> 선창산업 (002820) 15
> 이건산업 (008250) 16

V. 페인트 17
> 유가 하락 수혜 예상되나 어닝 서프라이즈는 아닐 듯 17
> 조광페인트 (044060) 18
> 건설화학 (000860) 19

VI. 시멘트 20
> 유연탄 가격 하락 수혜 예상되나 수요 증가 기대는 어려움 20
> 쌍용양회 (003410) 21

- 당사는 3월 25일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

중소형 건자재 업체

>>> 단열재: 유기질 단열재가 아직 대세

주택의 단열성능 강화 규제로 두께가 증가되고, 외단열의 필요가 증가하고 있다. 그러나 수요의 약 40%를 차지하는 산업용 단열재가 부진하고 일본특수가 약화되면서 무기질단열재는 여러 장점에도 불구하고 부진에 빠져있다.

>>> 가구/부엌: 한샘 모방하기

현대리바트와 에넥스는 지난해 4분기 실적이 부진했음에도 불구하고 주가가 강세를 보이고 있다. 그러나 B2B 비중이 높고 B2C 유통부문의 경쟁력이 이케아/한샘에 비해 낮다.

>>> 욕실: 리모델링 활성화 수혜

국내 욕실 업체들은 저가 수입산이 지배하며 저마진에 빠져 있었다. 그러나 노후화된 주택의 리모델링에서 욕실이 대표적인 교체품목으로 떠오르면서 앞으로 고급 욕실 자재의 수요가 증가할 것으로 기대된다.

>>> 목재: 수입산과의 경쟁 중

새집증후군을 적게 발생시키는 친환경보드가 인기를 끌면서 한국산 목재가 저가 수입산 목재제품 대비 경쟁력이 생기고 있고, 신규 설비 증설과 해외 투자 성과 등이 실적에 반영되고 있다.

>>> 페인트: 유가 하락 수혜이나

국제유가가 급락하면서 용제류/수지 등 주요 원재료 가격이 하락했다. 반면 안료가격은 상승세이고 건축용/조선용/스마트폰용 도료 시장은 경쟁이 격화되고 있다.

>>> 시멘트: 구조적 수요 부진

유연탄가격의 하락과 저P/B에 따른 매력은 최근 주가 상승으로 소멸되었다. 구조적으로 시멘트수요가 하락할 가능성을 생각하면 고 P/E를 부여하기 어렵다.

I. 단열재

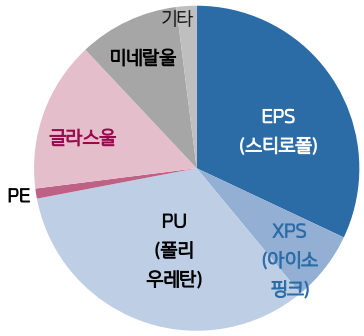
>>> 건축물 에너지 효율 등급 강화

유기질 단열재가 지배하는 국내 단열재 시장

CMRI의 분석에 의하면 한국의 단열재 시장은 2009년 50만톤에서 2014년 64만톤으로 확대되었고, 향후 건축물 에너지 효율등급 강화에 따른 수혜로 2020년 80만톤 이상으로 증가할 것으로 전망된다. 이 중 유기계가 72%, 무기계가 28%를 차지하고 있다. 유기계는 약 80%가 건축용으로 쓰이며 시공법과 단열성능 측면에서 장점을 갖고 있어 향후에도 대세가 될 전망이다.

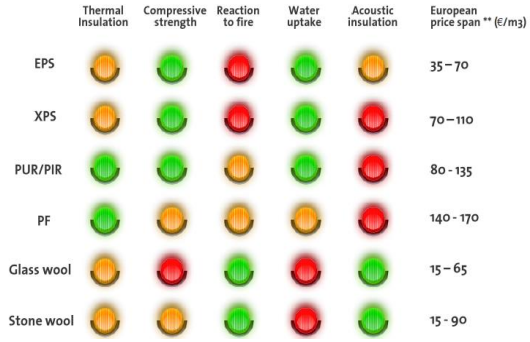
무기계의 대표적 제품인 글라스울은 전세계 단열재 시장의 60%를 점하지만 한국에서는 산업용을 중심으로 사용될 뿐 건축용에는 적용이 잘 안되고 있다. 글라스울은 불연성능/흡음성능이 매우 우수하여 시공법이 개선될 경우 향후 채택이 늘 것으로 기대된다.

국내 단열재 종류별 점유율



자료: CMRI, 키움증권 정리

단열재별 장단점 비교

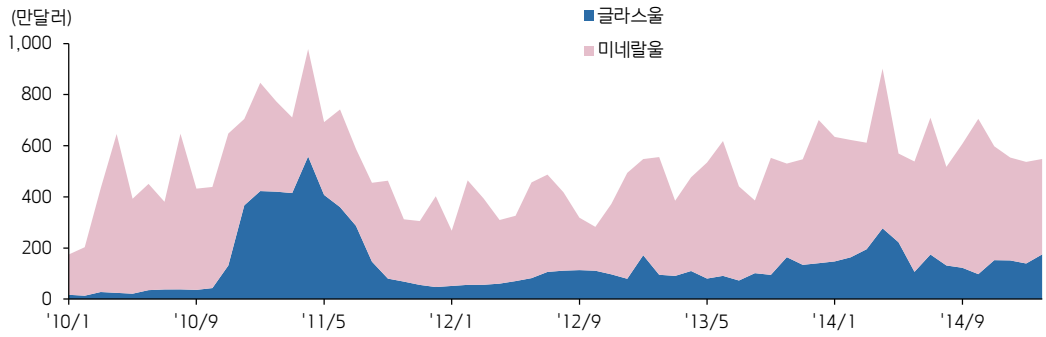


자료: SAINT-GOBAIN, 키움증권

산업용 및 수출용 무기질 단열재 약세

한국의 경제성장률이 둔화되고 조선/발전/플랜트 등 산업이 공급과잉에 빠지면서 2016년 이후 무기질 단열재의 수요가 둔화될 것으로 우려된다. 2011년 일본 지진과 2013~2014년 일본의 에너지 절약기준 강화에 따른 수출 특수가 있었으나 그 효과가 소멸되면서 지난해 하반기부터 수출물량이 줄어들었다.

미네랄울과 글라스울 수출 물량 추이



자료: KITA, 키움증권

II. 주방가구

>>> 주방가구 시장

브랜드화가 급속도로 진행, 한샘의 고성장

주방가구(건설사 향 빌트인 주방 포함)시장은 약 1.5조원으로 추정된다.

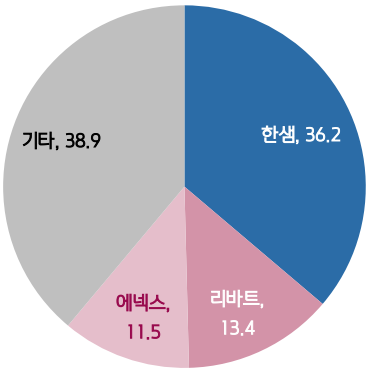
주택의 리모델링에서 주방과 욕실은 최우선시 되고 있으며, 따라서 주방가구 시장은 향후 2조원대까지 커질 것으로 기대된다.

주방가구 B2C시장에서는 한샘의 점유율이 절대적이며(현대리바트대비 약 40배 격차), B2B 빌트인가구 시장까지 포함하면 현대리바트와 에넥스를 포함해 3대 브랜드가 전체 주방가구 시장의 약 2/3의시장을 차지하고 있다.

주방가구시장은 과거에는 가격을 최우선으로 하여 영세 업체가 장악하기도 했으나, 점차 A/S, 디자인, 친환경보드 등이 꼼꼼하게 따져지는 고관여제품이 되어가고 있다.

3대 브랜드 업체는 프리미엄급 제품 뿐 아니라 저가형 제품을 출시하여 영세업체의 점유율을 계속 끌어 모으고 있다. 에넥스 자료에 의하면 주방가구 시장에서 점유율은 아래 차트와 같다.

부엌가구 시장 점유율

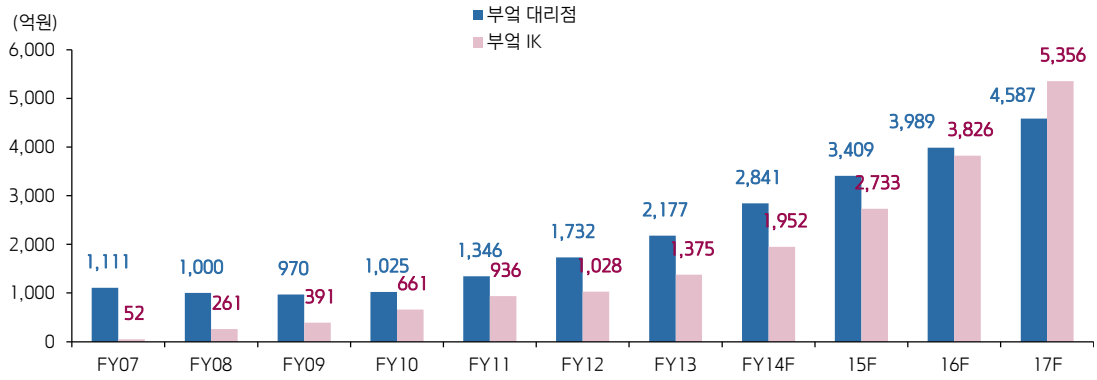


자료: 에넥스 마케팅팀 조사 (2014년 3분기)

주방가구 1위 한샘

자료: 한샘

한샘의 부엌 B2C 매출액 추이 및 전망



자료: 한샘, 키움증권 추정

>>> 현대리바트 (079340)

회사 개요

매출액 규모 기준 가구업종 내 2위, B2B빌트인가구시장에서 1위인 현대리바트는 2012년 현대백화점 계열에 편입되었다.

범 현대계열 건설사를 안정적인 매출처로 갖고 있으며, 현대차의 대규모 신사옥 투자에서 일정 수혜도 예상된다.

B2C를 위한 대리점수는 75개(대형 대리점 9개)이며, 플래그샵 6개, 백화점 점포 20개를 갖고 있다. 2015년말까지 대리점수 87개(대형 대리점 20개), 플래그샵 12개, 백화점 점포 21개로 증가시킬 계획이다. 점포 수로는 한샘에 크게 뒤쳐지지 않으나 B2C매출액 규모는 한샘의 1/6 수준에 불과하다.

실적 추이

2014년 1분기와 2분기에는 7%이상의 높은 영업이익률을 기록하면서 선전하였지만, 하반기 들어 이케아 진입에 대응한 판매관리비가 증가했고 신규매장 확대에 따른 비용이 증가하면서 영업이익률이 3분기 4.9%, 4분기 1.4%로 급락했다. 이익의 변동성이 한샘대비 너무 크기 때문에 향후 실적 추정도 쉽지 않은편이다.

현대리바트 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	**1,714**	**1,739**	**1,460**	**1,516**	**5,049**	**5,546**	**6,429**
가정용	440	436	455	517	1,205	1,481	1,848
주방용	22	28	24	28	86	112	102
빌트인	551	699	446	511	1591	1,584	2,207
사무용	275	196	175	109	848	813	755
선박용	50	44	42	41	174	138	177
원자재	327	309	280	307	948	1130	1223
영업이익	**127**	**123**	**71**	**21**	**32**	**128**	**342**
순이익	**102**	**85**	**58**	**24**	**36**	**73**	**269**
영업이익률	**7.4%**	**7.1%**	**4.9%**	**1.4%**	**0.6%**	**2.3%**	**5.3%**
순자산	**2,020**	**2,105**	**2,163**	**2188**	**1,884**	**1,929**	**2,188**

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

4분기 실적이 극히 부진했음에도 불구하고 연간 기준 실적 호조에 힘입어 최근 주가가 상승세이다.

현대리바트의 3월말 시가총액은 약 7,000억원으로 지난해 순이익 대비 P/E는 26배이며 P/B는 3.2배이다.

>>> 에넥스 (011090)

회사 개요

1971년 서일공업으로 시작한 에넥스는 오리표 브랜드로 잘 알려져 있다. 주방가구 전문업체로 한샘, 현대리바트와 더불어 3대 브랜드에 속한다. 동사의 매출구성은 부엌가구 제품이 27.9%, 부엌가구 상품이 65.8%, 정수기 렌탈 등이 1.9%를 차지한다. 매출처로는 대우건설 10.9%, GS건설 5.3%, 현대홈쇼핑 4.8% 등으로 주로 건설사에 판매가 많다.

실적 추이

에넥스는 특판비중을 2010년 60%에서 2013년 40%로 낮췄다. 대신 대리점수를 증가시키고 있다. 에넥스는 2014년 10월말 쇼룸 12개, 직매장 3개, 대리점 126개를 보유하고 있으며, 2015년말 150개까지 대리점수를 늘리려고 하고 있다.

에넥스는 2014년 1분기에 홈쇼핑 채널 판매 호조로 B2C 부문 이익기여가 늘면서 호실적을 기록하였다. 그러나 이후 계절적인 성수기인 2분기와 4분기에 실적이 오히려 1분기보다 부진하였고, 4분기에는 소폭의 순손실을 기록하기도 했다.

에넥스 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	683	597	699	640	1968	2336	2619
영업이익	21	14	15	5	-109	30	54
순이익	19	15	17	-1	-101	31	50
영업이익률	3.1%	2.3%	2.1%	0.8%	-5.5%	1.3%	2.1%
순자산	442	518	532	541	340	437	541

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

4분기 실적이 극히 부진했음에도 불구하고 연간 기준 실적 호조에 힘입어 최근 주가가 상승세이다.

에넥스의 3월말 시가총액은 약 1,600억원으로 지난해 순이익 대비 P/E는 32배이며, P/B는 3배이다.

>>> 하츠 (066130)

회사 개요

벽산(지분율 46.3%)이 최대주주인 하츠는 레인지후드(주방 배기용)와 빌트인기기(전기/가스 쿡탑, 탈수기, 행주도마살균기 등), 환기시스템(주차장/건물 환기) 등을 생산/판매하며, 국내 레인지후드 시장의 약 44%(2013년)을 차지하고 있다.

판매경로는 건설사 37%, 대리점 54%가 대부분이며, 그 외 주방가구업체 2%, 기타 7%이다. 최근 리모델링 시장이 성장하면서 B2C비중이 점차 증가하고 있다.

실적 추이

하츠의 실적은 건설사의 주택사업 업황과 밀접하게 연결이 되며, 지난해 주택건설사의 분양, 착공 호조 등에 힘입어 매출액과 영업이익이 크게 개선되었다. 벽산건설과 관련된 영업외비용도 축소되면서 순이익도 34억원으로 크게 개선되었다. 다만 분기별로는 2분기에 이익이 집중되고 나머지 분기에는 실적이 다소 부진하였다.

하츠 별도 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	154	225	181	201	714	661	761
영업이익	1	23	5	8	-24	-1	37
순이익	1	18	14	1	-31	-11	34
영업이익률	0.6%	10.2%	3.0%	4.1%	적자	적자	4.9%
순자산	679	697	712	710	693	682	710

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

하츠의 3월말 시가총액은 약 700억원으로 지난해 순이익 대비 P/E는 21배이며, 순자산 대비 P/B는 1배이다.

III. 욕실

>>> 욕실 시장 규모 약 3조원, 국내 관련 업체 매출액 약 8천억원

집에 부엌은 하나지만 욕실은 두개

30평 이상 고급주택에 부엌은 하나만 있지만, 욕실은 두개씩 들어가고 있어서 관련 시장의 성장성이 무궁무진하다고 판단된다.

욕실 인테리어는 세면기, 수도꼭지, 양변기, 거울, 욕조, 내부 벽면(타일) 등을 포괄한다.

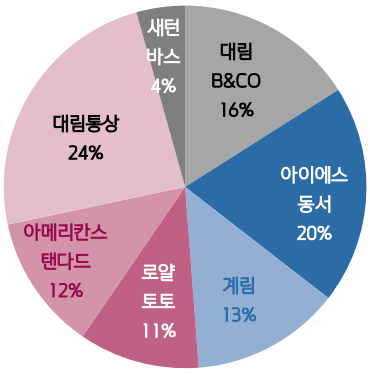
과거에는 가격과 품질 정도만 경쟁요소였지만, 최근에는 브랜드, 디자인, 절수형/친환경, 스마트제품, B2C가 새로운 트렌드로 나타나고 있으며, 구형주택들도 이러한 신형 욕실로 개조하려는 욕구가 강하게 발생하고 있다.

연간 100~150만가구가 욕실 인테리어를 고치고 있어 연간 욕실 관련 제품 및 설치 시장규모는 3조원에 달하고 있다.

지난해 하반기 이후 국내 주식시장에서 가장 많이 오른 주식중에 아이에스동서와 대림B&Co가 있으며, 이들은 모두 욕실관련 제품/상품을 판매하는 업체이다. 한샘도 2011년부터 욕실 설치사업을 시작했고, 이 시장의 성장을 눈여겨 보고 있다.

욕실관련 제품을 생산/판매하는 업체들의 2013년 매출액을 기준으로 시장점유율을 정리하면 아래 차트와 같다. 이들 업체의 2013년 매출액 합계는 7천억원이며, 2014년에는 8천억원으로 증가한 것으로 추정된다.

욕실관련 시장 점유율 (2013)



자료: 전자공시, 키움증권, 키움증권 추정

아이에스동서의 이누스바스

자료: 아이에스동서

>>> 아이에스동서 (010780)

회사 개요

일신건설이 모태이며, 건설업/욕실/콘크리트파일/렌탈 등의 다양한 사업을 영위 중이다. 요업과 비데(삼홍테크)의 매출액 합계는 2013년 1,359억원이며, 2014년 3분기 누계 1,110억원이다.

동사의 요업부문 브랜드는 INUS로 인지도가 높으며, 욕실 리모델링활성화와 신규주택 착공 활성화로 영업이익이 꾸준히 확대되고 있고 2014년에 영업이익률이 4%이상을 기록한 것으로 추정된다.

콘크리트파일(PHC파일)은 토목에 주로 투입되며 시장규모는 약 6천억원이다.

건설사업은 자체용지 개발위주로 사업을 하고 있으며, 부산 용호동 프로젝트(매출액 약 1.4조원)이 성공적으로 분양되어 현재 공정률 8%이며 완공할때까지 높은 수익성을 제공해줄 것으로 기대된다.

실적 추이

동사는 계절적인 영향을 일부 받은 것을 제외하면 매분기 고른 실적을 창출했으며, 지난해 매출액은 약 8천억원, 영업이익률 10%를 기록했다. 연간 3천억원 수준인 건설부문의 매출액에 부산 용호동 프로젝트(총 1.4조원) 공사 진행에 따라 2014년 약 1천억원, 2015년 약 2천억원, 2016년 약 6천억원이 추가될 것으로 추정된다. 동 프로젝트의 영업이익률을 15%로 가정할 경우 2016년 영업이익은 1,700억원에 달할 수 있겠다. 그러나 이러한 대규모 이익을 창출할만한 자체개발 용지를 추가로 확보하지 못할 경우 2017년 이후 동사의 매출액과 영업이익은 급감할 가능성이 있다.

아이에스동서 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QE	2012	2013	2014E
매출액	**1,699**	**2,311**	**1,960**	**2,045**	**6,466**	**6,848**	**8,016**
요업	357	395	349	357	1,201	1,359	1,465
콘크리트	334	421	314	357	1,177	1,093	1,396
건설	771	1,225	1,052	1,000	3,082	3,451	4,145
한국렌탈	222	269	240	315	909	875	982
해운	32	24	24	31	120	133	105
영업이익	**138**	**248**	**195**	**221**	**368**	**558**	**803**
요업	23	14	12	9	7	23	62
콘크리트	39	58	55	50	144	134	213
건설	39	159	135	123	82	259	485
한국렌탈	32	29	-2	34	127	127	58
삼홍테크	5	-4	-2	2	4	16	-4
순이익	**75**	**110**	**172**	**148**	**29**	**196**	**452**
영업이익률	**8.1%**	**10.7%**	**10.0%**	**10.8%**	**5.7%**	**8.1%**	**10.0%**
순자산	**3,873**	**3,994**	**4,171**	**4,269**	**3,798**	**4,171**	**4,269**

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

아이에스동서의 3월말 시가총액은 약 1.85조원이고, 지난해 순이익 대비 P/E는 40배, 순자산 대비 P/B는 4배이다. 지난해말 연결기준 순차입금이 약 3,700억원으로 시가총액과 합산시 EV는 약 2.2조원이다.

>>> 대림B&Co (005750)

회사 개요

1968년 일본 INAX, 이탈리아 SITI의 기술협력으로 설립된 대림B&Co는 타일과 위생도기를 생산하는 업체이다. 매출비중은 위생도기가 38%, 기타 욕실관련 상품 판매 및 렌탈 서비스가 62%를 차지한다.

실적 추이

동사는 지난해 건설사 수요 증가와 매출 증가에 따른 원가율 개선, B2C를 겨냥한 설치시공서비스에 대한 홍보 효과에 힘입어 실적이 개선되고 있다. 지난해 7월 파업으로 위생도기부문 생산중단을 맞기도 했으나, 4분기에는 영업이 정상화되면서 최대실적을 기록했다. 4분기 영업이익률은 10%에 육박하였다.
투자부동산을 장부가 기준으로 578억원이나 보유하고 있다.
반면 총차입금이 634억원에 달해 순금융비용이 30억원에 달한다.
대림 B&Co는 이케아를 통해서도 양변기, 세면대, 수전기 등 건자재를 판매하고 있다.

대림B&Co 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	328	375	356	416	1,015	1,163	1,475
영업이익	11	16	14	39	-36	14	80
순이익	1	4	3	25	-58	-30	33
영업이익률	3.3%	4.2%	4.0%	9.5%	-3.5%	1.2%	5.4%
순자산	1,375	1,379	1,388	1,398	1,419	1,385	1,398

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

대림B&Co의 3월말 시가총액은 약 2,000억원이고, 지난해 순이익 대비 P/E는 60배, 순자산 대비 P/B는 1.4배이다. 만약 동사가 지난해와 같은 높은 매출성장률과 4분기 수준의 영업이익을 유지할 경우 밸류에이션 부담은 완화될 것으로 판단된다.

>>> 대림통상 (005750)

회사 개요

1970년 설립된 대림통상은 수전금구(욕실이나 주방의 세면기에서 물 나오는 부분), 비데, 샤워부스 등을 생산하고 있다. 3분기 누계로 수전금구 부문이 매출액의 61%, 영업이익의 175%를 차지하여 실적 기여가 절대적이다.

실적 추이

대림통상의 최근 년도 및 분기 실적은 대림B&Co와 유사한 추이를 보이고 있다. 다만 영업이익률이 상대적으로 낮은 편이다. 수입산 수전금구 등과 경쟁이 심하기 때문으로 추측된다.

대림통상 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	380	425	407	452	1648	1,608	1,660
영업이익	3	6	-0	21	6	11	30
순이익	1	-20	-10	13	-74	-72	-16
영업이익률	0.7%	1.5%	-0.1%	4.7%	0.4%	0.7%	1.8%
순자산	1,291	1,273	1,263	1,263	1,386	1,316	1,263

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

대림통상의 3월말 시가총액은 약 1,000억원이고, 지난해 적자이므로 P/E는 없으며, 순자산 대비 P/B는 0.7배이다.

IV. 목재, 바닥재

>>> 친환경 보드, 층간소음 억제, 원목느낌

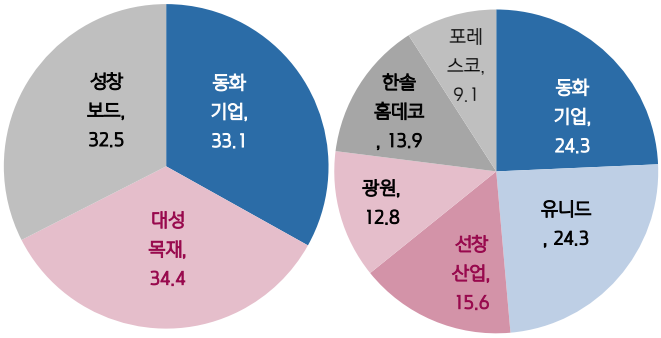
PB, MDF

주택의 바닥재나 벽재를 꾸밀 때 원목이나 대리석으로 하면 고급스럽긴 하지만 비싸다. 이에 폐목재나 목재분을 파쇄하여 목질섬유로 만든 후 접착제를 사용하여 단단하게 압축하여 만든 것이 PB나 MDF 이다. PB가 입자가 굵고 비균질하여 좀더 접착제를 많이 쓰고, MDF는 섬유다발을 고온 압축하여 입자가 작은 특징이 있다. 접착제를 많이 쓰기 때문에 포름알데히드를 적게 방출하는 E0, E1 등급 MDF, PB가 선호되며, 국내 상위 업체들은 이러한 부분을 고려해 공장을 업그레이드하였다.
국내산 기준으로 2014년 MDF시장규모는 약 3,900억원이며, PB시장규모는 약 2,300억원이다.

PB와 MDF

자료: 네이버이미지, 키움증권

PB와 MDF 시장점유율



자료: 동화기업 전자공시, 키움증권

강화마루, 강마루, PVC마루, 합판마루

국내 바닥재 시장은 약 2,000만평이며, 여러 종류의 마루를 비교하면 아래 표와 같다.
바닥재 시장의 약 절반을 차지하는 PVC바닥재(시장규모 약 4,500억원)는 설치가 쉽고, 층간소음이 없는 장점이 있다.
PVC를 제외한 마루소재 가운데 강화마루 설치면적은 수입산의 공세와 강마루의 인기로 2007년 450만평에서 최근 340만평 수준으로 줄었다. 강화마루 시장 M/S는 동화기업 44%, 한솔홈데코 33%, 수입산 20% 수준이다.

마루 종류별 특징

	강화마루	합판마루	원목마루	강마루
제조방법	• MDF에 원목느낌 필름을 입힘	• 합판에 천연무늬목을 입힘	• 천연 원목 그대로 사용	• 합판에 필름을 입혀 만듬
시공방법	• 바닥에 방수포를 깔고 시공	• 바닥에 접착제 도포후 부착	• 바닥에 접착제 도포후 부착	• 바닥에 접착제 도포후 시공
장점	• 스크래치, 낙서에 강하고 • 시공이 간편하다	• 원목의 질감 • 난방효과 우수	• 원목의 질감 • 난방효과 우수 • 습도 조절 기능	• 외부충격에 강함 • 열전도율 우수 • 디자인 우수
단점	• 수분에 취약하고 • 난방이 잘 안된다 • 층간소음이 많이 난다	• 수분에 취약 • 완공하는데 2~3주 걸림 • 비쌈	• 수분에 취약 • 고가 • 외부충격, 낙서에 약함	• 수분에 취약 • 강화마루보다는 비쌈
시장규모(추정)	• 1,200억원	•	•	• 2,300억원
시공면적	• 약 340만평	• 약 330만평	•	• 약 460 만평

자료: 키움증권

>>> 동화기업 (025900)

회사 개요

목재사업의 수직계열화가 가장 잘 되어있는 동화기업이 속한 동화그룹은 아시아 최대의 MDF 업체이며, 국내 PB시장의 약 2/3를 장악하고 있다. 동사의 MDF 생산능력은 한국 50만㎥, 베트남 30만㎥이며, 동사가 58%의 지분을 보유한 대성목재를 포함해 PB생산능력은 56만㎥이다. 또한 국내 강화마루 시장에서 43.6%의 점유율로 1위(200만평 Capa)이다. 뿐만 아니라 가공보드를 감싸는데 필요한 멜라민수지와 친환경수지, 태고필름, 멜라민보드 등 까지 모두 생산한다. 강마루는 원재료 합판을 수입해서 자체 조립 생산 체제를 갖췄다.

동사가 지분 30%를 보유한 동화엠파크는 인천에 7천대의 중고차를 동시에 전시 판매할 수 있는 5만평의 사업장을 갖고 있다.

실적 추이

동사가 지분 80%를 보유한 베트남법인은 지난해 3분기 누계 매출액 698억원과 영업이익 197억원으로 연결실적에 가장 큰 기여를 했으며, PB사업은 대성목재를 포함해 2014년 3분기 누계 매출액 948억원과 영업이익 111억원을 기록했다. MDF는 2013년 100억원 내외 손실을 내다가 2013년 하반기에 충남 아산에 MDF 공장을 완공한 후 원가절감과 가동률 회복으로 영업이익률 4%를 기록하며 개선되었다.

동화기업 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	1,352	1,461	1,414	1,425	4,021	4,236	5,652
영업이익	94	188	158	125	95	-22	565
순이익	49	94	71	189	17	-156	403
영업이익률	6.9%	12.9%	11.2%	8.8%	2.4%	-0.5%	10.0%
순자산	3,617	3,690	3,766	3,955	6,949	4,524	4,983

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

동화기업의 3월말 시가총액은 약 6,000억원이고, 2014년 순이익 대비 P/E 15배, 지배주주 순자산 대비 P/B는 1.2배이다. 동화엠파크나 베트남법인에 대한 기업가치를 반영한다면 실질 P/B는 더 낮다고 판단된다.

>>> 유니드 (014830)

회사 개요

유니드의 매출비중으로는 화학사업(가성칼륨 등)이 74%, MDF보드가 29%를 차지하는 업체이다.
동사는 한국(22)과 중국(32)에 54만톤의 생산능력(전세계 수요 200만톤)으로 전세계 가성칼륨 1위이며, 가성칼륨/탄산칼륨은 배터리, 강력세제, 제약, 염료, 광학유리, 웨이퍼식각, 농약, 솔라셀에칭, SBR, ABS 원재료 등에 사용된다.
유니드는 동화기업과 더불어 국내 최대 MDF 생산업체며, 생산능력은 50만㎥이다.
또한 LED 잉곳/웨이퍼 사업을 하고 있으며 2014년 매출액 13억원에 96억원의 세전손실을 기록했다. 그러나 양산설비는 없이 샘플테스트만 하고 있어 향후 기술이 확보되면 외부에 지분을 매각할 것 같다.

실적 추이

화학부문: 원재료인 염화칼륨을 가성칼륨으로 가공한 후 부산물로 나오는 염산은 수요가 미약해 큰폭의 적자가 내고 있음에도 생산능력/기술/품질 우위로 지난해 14%의 높은 이익률을 기록했다. 염산의 수요처인 PVC와 폴리실리콘 등이 미약하게라도 회복하고 염화칼륨가격이 급등하지 않는 한 15% 내외의 이익률은 유지될 것으로 기대된다.
MDF부문: 가구업체의 단가 인하 압력과 업체간의 제품가격 경쟁으로 영업이익률은 4%대에 불과하다. 재무구조가 열위인 MDF업체가 사업을 접는다면 수익성이 회복될 것으로 기대된다.

유니드 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	1,692	1,695	1,674	1,629	6,484	6,819	6,691
영업이익	185	201	179	68	291	486	634
순이익	136	199	121	42	82	436	498
영업이익률	10.9%	11.9%	10.7%	4.2%	4.5%	7.1%	9.5%
순자산	4,968	5,089	5,222	5,254	4,718	4,921	5,254

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

유니드의 3월말 시가총액은 약 4,100억원이고, 2014년 순이익 대비 P/E 8배, P/B는 0.8배이다. 장부상 동사가 보유한 비연결 지분가치는 600억원이다. 그러나 이테크건설 25.2%, 삼광글래스 6.0%의 지분가치는 현재 주가 기준 1,512억원에 달한다. 이를 감안하면 실질 P/B는 0.66배 수준이다.

>>> 선창산업 (002820)

회사 개요

선창산업의 매출구성은 합판 20%, MDF 22%, 각재 10%, PB 7%, 목창호 7%, 인테리어 13%, 건가구 19%, 벌목 2% 등으로 구성되어 있다.

동사는 합판시장에서 약 32% 점유율로 1위 (성창기업 28%, 이건산업 28%)이다. 다만 수입산이 전체 합판시장의 약 75%를 장악하고 있는데 중국산 합판이 반덤핑규제를 피해 계속 내수시장을 파고들고 있어 국내 3사의 수익성은 갈수록 하락하고 있다.

동사는 34만㎥의 MDF를 생산하여 국내 3위 Capa이며, 다소 노후화된 설비로 인해 타사대비 낮은 영업이익률을 기록해왔다. 이에 대한 보완으로 2015년 100억원 규모의 설비투자를 하여 MDF 공장효율성을 높일 계획이다. 이를 통해 원가를 연간 20억원 절감할 것으로 기대하고 있다.

또한 신규사업에 진출하였는데, 샴푸/린스/화장품 펌프캡 제조업체인 '다린'의 지분 80%를 313억원에 인수하였다. '다린'의 고객사는 아모레퍼시픽, LG생활건강, 애경, 존슨앤존슨이며, 2013년 매출액 402억원, 영업이익 51억원을 기록했다.

실적 추이

동사는 지난해 4,804억원의 매출액과 영업이익 25억원을 기록했다. 매출액은 20% 증가했으나 영업이익은 45%나 감소하였다. 중국산 합판 유입에 따른 합판 수익성 저하와 유니드나 동화기업의 신증설 영향을 받은것으로 판단된다. 또한 금융비용 등으로 인해 순손실 17억원을 기록했다.

선창산업 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	1,187	1,235	1,137	1,246	3,336	4,035	4,804
영업이익	3	4	-0	17	-44	45	25
순이익	-7	3	-31	17	-36	25	-17
영업이익률	0.3%	0.3%	0.0%	1.4%	-1.3%	1.1%	0.5%
순자산	2,676	2,682	2,670	2,683	2,657	2,646	2,683

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

선창산업의 3월말 시가총액은 약 1,300억원이고, 2014년 적자이며, P/B는 0.5배이다.

>>> 이건산업 (008250)

회사 개요

이건산업은 합판과 합판마루 등 목재사업(매출 비중 91%)과 해외 조림사업(매출비중 2%), 폐목을 이용한 스팀/전력 생산사업(연결 자회사 이건에너지, 매출비중 7%)을 영위하고 있다.

국내 합판시장은 수입산이 75% 이상을 차지하고, 국산은 25%이하의 저조한 점유율을 보이고 있다. 국산 합판업체는 3개 정도이며, 동사와 선창산업, 성창기업이다. 온돌마루 사업에서는 동사가 30% 정도의 시장점유율을 보이고 있다.
중국산 합판 유입에 따른 피해는 여전하지만, 수입산 합판에서 포름알데히드가 국내산보다 많이 검출되어 환경적으로도 국내산의 점유율이 올라가야 할 것으로 생각한다.
동사는 칠레에 목재생산법인(지분율 100%)이 있고, 칠레 및 유럽, 미국으로의 수출 확대로 실적이 꾸준히 개선되고 있다.

실적 추이 및 전망

동사는 경쟁사인 선창산업에 비해 높은 영업이익률을 기록하고 있다. 합판사업이 잘 되어서가 아니다. 이는 에너지와 해외 자회사 실적 덕이다.
이건에너지가 지난해 186억원의 매출액과 약 40%의 영업이익률을 기록하였고, 올해 3월부터 신증설 물량이 추가된다. 다만 국제 LNG가격 하락으로 실적은 지난해 수준이 예상된다.
칠레 법인이 691억원 매출액에 35억원의 순이익, 솔로몬군도에 조림사업에서 89억원 매출액에 54억원 순이익을 기록하는 등 해외실적과 에너지사업에서 호실적을 보였기 때문이다.

솔로몬 조림지로부터 목재생산은 지난해 4분기부터 시험적으로 시작되었고, 조림 자산가치에 대한 평가차익을 지난해 실적에 일부 인식하였다. 2015년에는 벌목 사업에서 매출액 120억원, 영업이익 40억원이 기대된다.

이건산업 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	552	621	626	661	2,464	2,285	2,460
영업이익	39	55	62	94	219	230	250
순이익	12	41	28	48	42	105	129
영업이익률	7.1%	8.8%	9.9%	14.2%	8.9%	10.1%	8.9%
순자산	1,379	1,388	1,450	1,583	1,224	1,431	1,583

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

이건산업의 3월말 시가총액은 약 2,400억원이고, 2014년 순이익 대비 P/E 18배, P/B는 1.5배이다.

V. 페인트

>>> 유가 하락 수혜 예상되나 어닝 서프라이즈는 아닐 듯

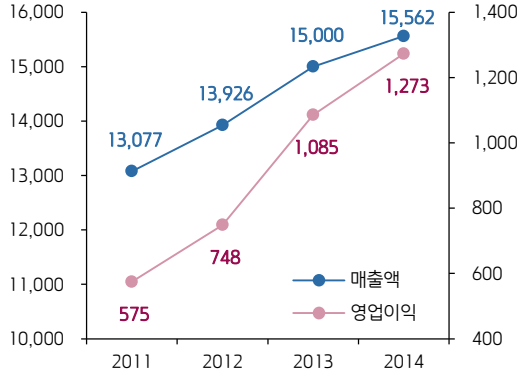
페인트는 석유화학 제품

페인트의 수요처는 건설(38%), 자동차(15%), 조선(15%), 제강(4%), 가전(4%), 기계(10%), 기타로 구성되어 건자재로 분류하기에는 미약하다. 그러나 건물의 내외부에 방수/방오 기능을 제공하고 미적인 측면을 보완하는 기능을 하기 때문에 건자재로 분류해보았다.

페인트의 원재료 구성비는 첨가제 15%, 안료 15%, 톨루엔/자일렌 등 모노머 및 용재 35%, 수지 25%, 부재료 10% 등이며, 유가하락 등으로 원가 개선요인이 있겠다.

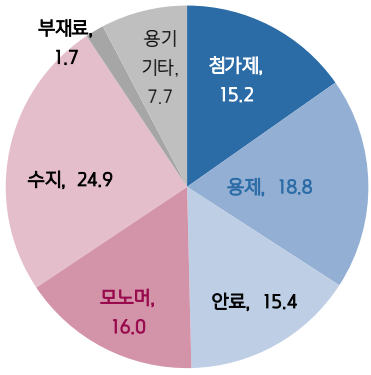
그러나 4월 15일 듀퐁이 TiO2(안료)가격을 4%인상할 계획이며, 건축용 페인트는 경쟁이 심하기 때문에 저마진을 탈피하기 힘들고, 1월을 저점으로 석유기반 원재료 가격이 서서히 올라오고 있다는 점에서 수익성은 지난해보다 소폭 개선되는 정도로 추정할 수 있겠다.

페인트 4개사 실적 추이



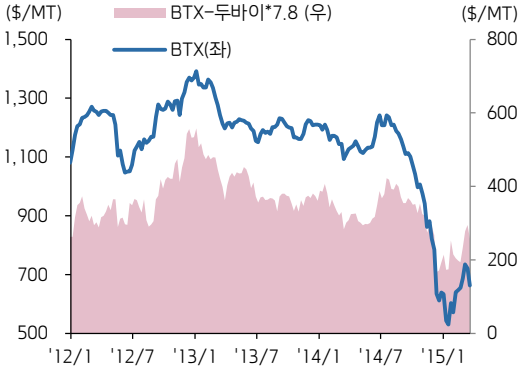
자료: 삼화/노루/건설/조광 합계, 키움증권

페인트 원가 구성



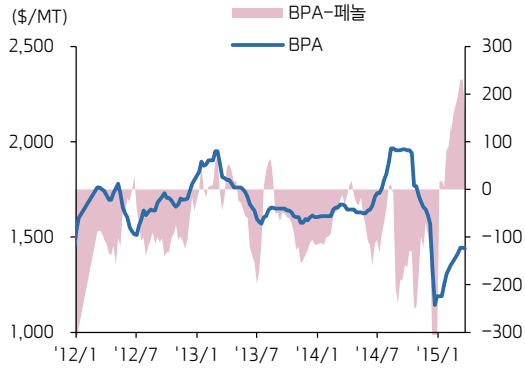
자료: 키움증권, 삼화/노루/건설/조광 평균

BTX 가격 추이



자료: 키움증권, 삼화/노루/건설/조광 4사 평균

BPA (에폭시 원재료) 가격 추이



자료: 키움증권, 삼화/노루/건설/조광 분기보고서

>>> 조광페인트 (044060)

회사 개요

조광페인트는 페인트 시장내에서 동사의 점유율은 약 5%이며, 목공용이 매출의 28%를 차지하며, 국내 시장 점유율 1위이다. 노르웨이의 요텐사와 5:5로 제휴한 조선용 페인트 업체 조광요텐을 자회사로 두고 있다. 본사와 공장은 부산에 위치해 있다. 동사는 2014년 조광요텐으로부터 지분법이익 50억원(배당금 50억원)을 수취하였다.

실적 추이

조광페인트는 지난해 연초 공시한 실적 전망을 소폭 뛰어넘는 호실적을 기록하였다. 비록 조광요텐으로부터의 지분법이익이 2013년 70억원에서 2014년 50억원으로 감소하였지만, 본사 매출액과 영업이익률의 급증에 힘입어 순이익도 168억원을 기록했다.

조광페인트 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	445	522	490	481	1,730	1,846	1,938
영업이익	29	57	47	31	71	102	164
순이익	32	52	46	37	128	117	168
영업이익률	6.5%	10.9%	9.6%	6.5%	4.1%	5.5%	8.5%
순자산	1,382	1,432	1,480	1,503	1,271	1,367	1,503

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

조광페인트의 3월말 시가총액은 약 1,900억원이고, 2014년 순이익 대비 P/E 12배, P/B는 1.3배이다.

>>> 건설화학 (000860)

회사 개요

건설화학은 국내 4위의 페인트 업체 (시장점유율 약 12%)이며, 부산/경남이 주력시장이다.
동사의 페인트 브랜드는 제비표이이며 종합페인트 업체이다.

자회사 현황은 아래와 같다.

1) KPI는 유리직물/카본직물, 문화연필을 생산한다.
2) 강남건영은 토목사업을 위주로한 건설사이다.
3) 강남은 방산업체로 지정받은 조선업체이며 해군 기뢰 탐색함과 고속함정, FRP여객선 만든다.
4) 강남화성은 일본잉크화학공업과 합작하여 페놀수지와 우레탄수지를 생산 판매한다.
5) 보광은 자동차/신발/컨테이너용 접착제/실링/방수제를 생산한다.
   또한 청색 안료 중간체를 생산한다.
6) KDK는 일본 간사이페인트와 합작사로 자동차용 도료를 전문으로 한다

연결 영업이익에는 KDK, 중국 자회사의 실적이 반영되며, 나머지 자회사의 실적은 지분법이익으로 잡히며, 2014년에는 지분법이익이 92억원이 유입되었다.

실적 추이

2014년 4월 29일 노벨리스코리아에 대한 제관용 도료 납품이 중단(연간 227억원)되면서 매출이 3분기부터 줄기 시작했다. 이에 따라 2015년 매출액도 2014년보다 감소할 전망이다.

건설화학 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	891	1,102	901	880	3,661	3,828	3,775
영업이익	84	120	98	79	278	338	381
순이익	81	132	100	72	285	402	385
영업이익률	9.4%	10.9%	10.9%	8.9%	7.6%	8.8%	10.1%
순자산	3,711	3,836	3,952	4,100	3,332	3,737	4,100

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

건설화학의 3월말 시가총액은 약 3,400억원이고, 2014년 순이익 대비 P/E 8.8배, P/B는 0.8배이다.

VI. 시멘트

>>> 유연탄 가격 하락 수혜 예상되나 수요 증가 기대는 어려움

유연탄가격 하락 수혜는 주가에 충분히 반영 중

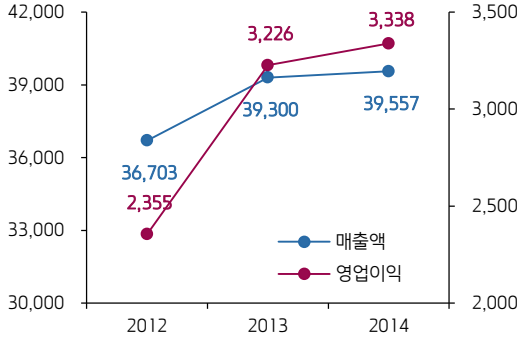
시멘트 업종의 주요 종목들의 주가가 2013년 여름 이후 급격히 상승했다. 이 기간 동안 국제 유연탄가격이 절반 수준으로 급락한것과 2014년 6월 시멘트 내수 판매단가를 73,600원에서 75,000원으로 인상한 것 주가 상승의 주요 원인으로 판단된다. 게다가 2013년에는 시멘트업체들의 P/B가 0.3배대에 불과할 정도로 자산가치대비 저평가였던 점도 주가에 호재였다.

그러나 2014년 실적을 보면, 기대치를 크게 하회하기도 하는 등 제품가격과 원재료 가격 등을 감안할 때 이해할 수 없는 상황이 연출되었으며, 이는 구조적으로 시멘트 수요가 부진한 것에 기인한다고 판단된다.

국내 시멘트 출하량은 2014년 4,370만톤으로 2013년대비 3.3% 감소했으며, 인당 소비량을 감안하면 2020년경 3,500만톤 수준으로 하락할 것으로 판단된다.

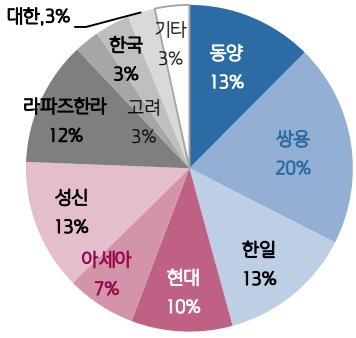
최근들어 M&A에 대한 기대감에 부실 시멘트업체들이 급등하는 양상도 있어 경계심을 갖고 있다.

시멘트 3개사 실적 추이



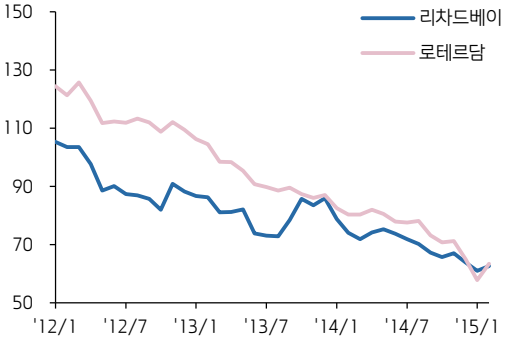
자료: 쌍용/성신/한일 합계, 키움증권

시멘트 업계 시장점유율



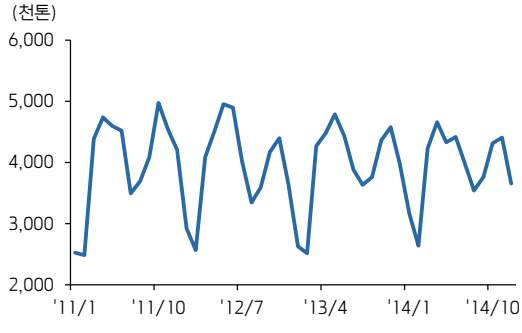
자료: 2013년 국내 출하량 기준, 시멘트 협회, 키움증권

유연탄 가격 추이



자료: 키움증권, 삼화/노루/건설/조광 4사 평균

시멘트 출하량 추이



자료: 키움증권, 시멘트 협회

>>> 쌍용양회 (003410)

회사 개요

국내 최대 시멘트 업체이며, 국내 시장 점유율은 클링커 기준 28.8%, 시멘트 생산량 기준 23.1%, 내수출하량 기준 20.0%이다. 주요 주주는 채권단이 36.8%, 일본 태평양시멘트 및 특수관계인이 32.4%, 한앤컴퍼니가 10%이다. 올해안에 채권단 지분이 매각되면서 시멘트 업계의 구조개편을 촉발할 것으로 예상된다. 공장은 동해와 영월에 있으며, 쌍용레미콘과 쌍용기초소재, 한국기초소재 등 자회사를 통해 수직계열화를 하고 있다.

매출 비중은 연결기준으로 시멘트 33%, 레미콘이 13%, 석유 도매업이 18%, 무역이 10%, 석회석/폐라이트/골재 등이 7%, 기타 19%이다. 대부분의 이익은 시멘트/레미콘에서 유입된다.

실적 추이

지난해 동사는 출하량 부진으로 매출은 소폭 감소했으나 원재료비 감소 효과로 영업이익이 증가했으며, 순차입금이 1조원 이상으로 신용등급이 낮아 이자부담이 컸으나 낮은 금리로 차환발행에 성공하면서 이자금리를 4~5%대로 낮추면서 영업외비용을 절감했다.

쌍용양회 연결 실적 추이 (단위: 억원)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4QP	2012	2013	2014
매출액	4,260	5,352	4,974	5,621	19,910	20,607	20,207
영업이익	144	564	420	495	1,436	1,381	1,623
순이익	-31	441	221	421	396	404	1,053
영업이익률	3.4%	10.5%	8.4%	8.8%	7.2%	6.7%	7.2%
순자산	11,343	11,773	11,994	12,833	11,524	11,960	12,833

자료: 전자공시, 키움증권

지난해 실적 기준 Valuation

쌍용양회의 3월말 시가총액은 약 11,600억원이고, 2014년 순이익 대비 P/E 11배, P/B는 0.9배이다.

투자의견및적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상	Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상	Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상	Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상		
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상		