

건자재

비중확대

투자전략: Bottom-up 접근

종목	투자의견	목표주가
KCC	매수	610,000원
벽산	매수	10,000원
한샘	매수	200,000원
LG하우시스	매수	170,000원

선별이 필요한 때

건자재 섹터 내 신저가가 속출하고 있다. 원인 규명과 향후 전략 점검이 필요한 때다. 주가 하락에는 다음의 복합적 요인이 작용했다. 1) 예상을 하회한 실적, 2) 주택 공급량 축소 전망, 3) 경쟁 심화 등이다. 2014년부터 분양실적을 추적하며 건자재 투입시기에 따라 손익을 예상해 왔으나 업체간 출혈, 단가인하(비브랜드 업체의 2015년 증설 영향) 등으로 예상을 빚나가는 업체들이 많아졌다. 통상 건자재의 실적은 입주량과 관계가 높지만 실제 주가는 [그림 1~6]과 같이 주택시황과 가장 민감하며 주택 pure player인 현대산업보다도 높은 변동성을 보였다. 하반기는 주택 입주량 증가가 명확해 Q(매출)는 늘겠으나 P(단가)의 안정성, 매출의 지속성 고민 등으로 종목의 bottom-up 접근이 필요하다고 판단한다. 전략은 다음과 같다.

1) 비주택 건자재로 다각화된 업체

주로 player가 많거나 비브랜드가 많은 제품(특히 주택 건자재)에서 가격인하가 일어나며 수익구조에 의구심이 발생했다. 2013~2014년 실수요가 견인하던 주택시장과 달리 2015년부터 투자/전매수요가 많아지며 건자재의 브랜드 차별화 필요성이 다소 약화된 영향도 있을 것이다. 따라서 **향후 핵심은 Q보다 P이고, 사이클을 탈피해 매출을 지속할 수 있다는 확신이 필요하다.** 이에 해당되는 밸류체인은 비주택 건자재라는 관점을 유지한다[8/3주 '재정확대와 건자재' 참조]. 특히 2015년 하반기부터 경기부양 의지로 비주택(상업용 건물/플랜트) 착공면적이 늘었다[그림 7, 8]. 기업의 설비투자(삼성전자 공장 착공, 현대차 사옥 건축허가)와 민자SOC사업이 늘어난 영향이다. 주택과 달리 이들 건축물에는 안전과 고기능이 강조된 제품이 투입돼 제한적 player가 수익을 확보할 수 있다. 이에 해당되는 KCC, 벽산을 top picks로 유지한다.

2) 경쟁력 있는 B2C 업체 bottom fishing

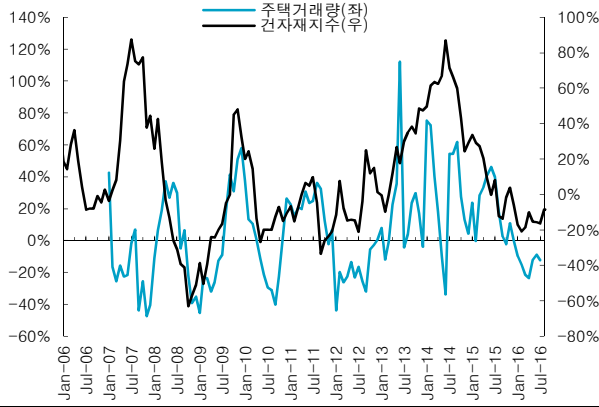
주택 건자재 내에서는 B2B보다는, 경쟁력 있는 B2C 업체를 장기 관점에서 접근하는 것이 상대적으로 낫다고 판단한다. B2C 시장에는 한샘 외에 진정한 역량을 갖춘 업체는 아직 없어 보인다. 한샘은 제조에 기반한 건자재가 아닌, 시공기능을 지닌 인테리어 유통기업의 정의가 좀더 적합하다. 그만큼 시공구조에 기반한 독특한 비즈니스 구조를 갖추고 있다. 주택거래가 죽고 재건축이 저조하던 2011~2012년, 간편한 시공의 강점으로 '살면서 집 고치는 수요'를 창출했다. 작년 상반기는 이와 반대로 이례적으로 높은 주택거래가 매출을 견인했다. 올 상반기는 이에 대한 반작용(높은 베이스, 투기적 주택거래)으로 타격이 컸다. 이제 한샘은 외부 시황에 둔감해지기 위해 욕실, 창호 등 건자재 아이টে임을 확대 중이다. 효율성 낮은 직매장보다 전시 기능이 강조된 표준매장(하남 스타필드 등 5개), 리하우스(5개) 등을 늘리며 패키지 매출을 강화하고 있어 3분기부터 매출 회복을 예상한다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

강승균 3276-6164
Seungkyun.kang@truefriend.com

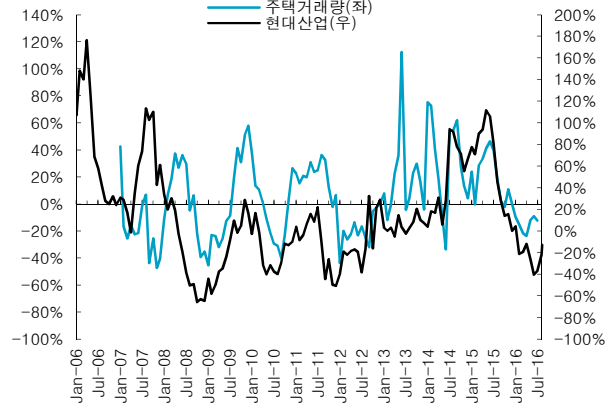
[그림 1~4]와 같이 주택거래량과 건자재, 현대산업의 주가는 유사한 모습을 보인다. 건자재 주가는 주택 pure player인 현대산업보다도 소폭 선행하는 모습을 보였다[그림 4].

[그림 1] 주택 거래량 YoY vs 건자재 지수 YoY 증가율



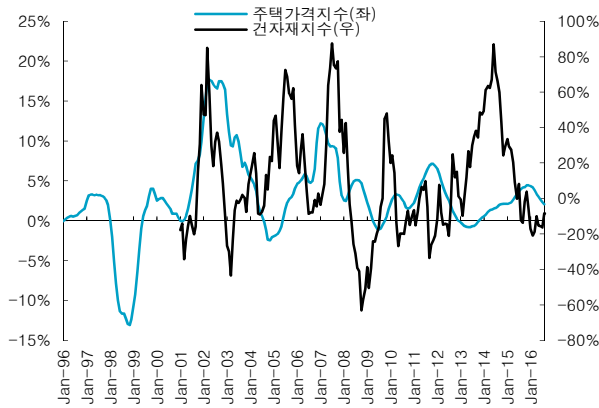
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 2] 주택 거래량 YoY vs 현대산업 주가 YoY 증가율



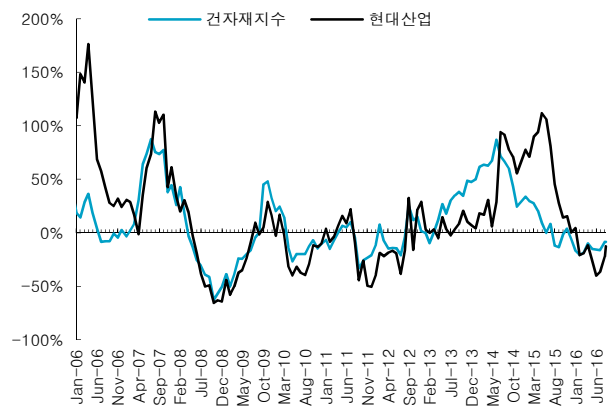
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 3] 주택 가격 YoY vs 건자재 지수 YoY 증가율



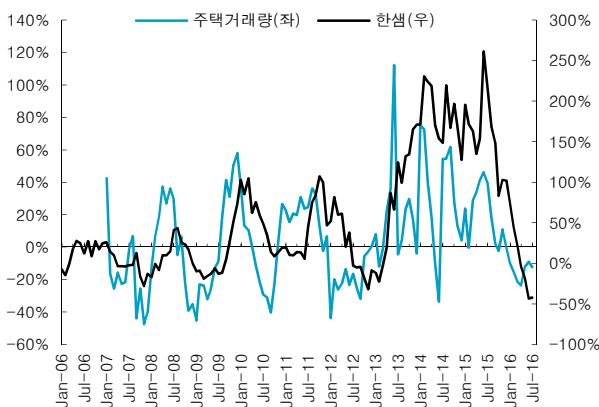
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 4] 현대산업 주가 YoY vs 건자재 주가 YoY



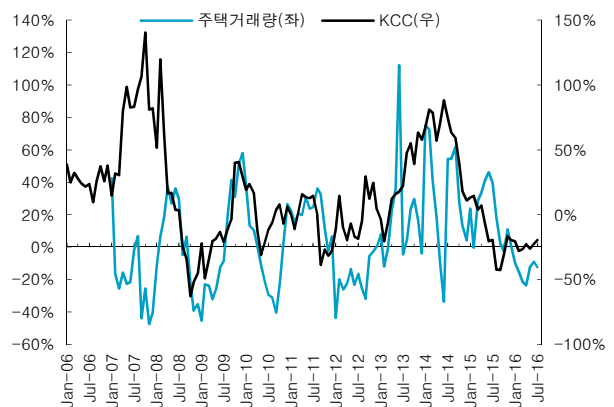
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 5] 주택 거래량 YoY vs 한샘 주가 YoY 증가율



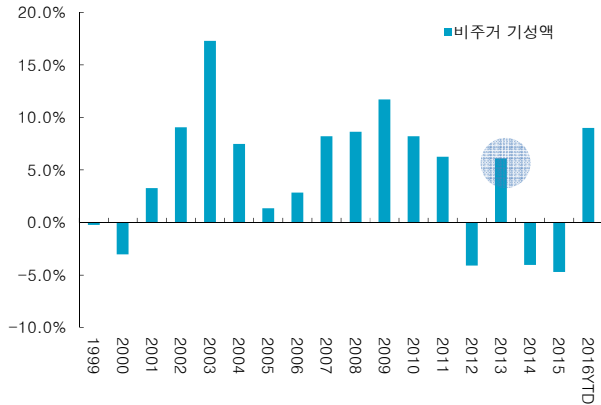
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 6] 주택 거래량 YoY vs KCC 주가 YoY 증가율(낮은 민감도)



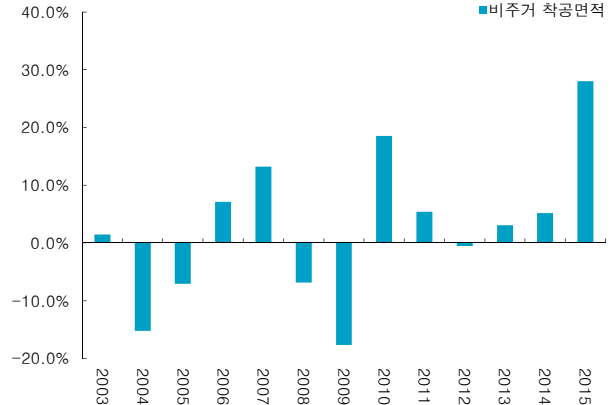
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 7] 비주거 기성액 YoY



자료: 국토교통부

[그림 8] 비주거 착공면적 YoY



자료: 국토교통부

건자재 섹터에 비주택 건축물의 착공도 중요한 변수다. 특히 비주택 건축물에는 에너지 절감/고기능 건자재 규제가 강해 진입장벽이 높다. KCC의 2013년 품목별 생산량을 보자. 주택 노출도가 높은 PVC창호는 저조한 반면, 내장재(석고보드), 단열재, 판유리 등 상업용/플랜트에 들어가는 건자재 생산이 크게 늘며 실적이 개선되기 시작했다. 당시 상업용 건물/발전 등 비주거 건축물의 기성이 늘었기 때문이다. 2015년 하반기부터 비주거 착공면적이 크게 늘어 장기 성장을 이어갈 전망이다 차별화 포인트이기도 하다.

<표 1> KCC 제품별 생산량 YoY 증가율

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	2011	2012	2013	2014	2015
도료	-3.8%	-8.5%	-11.2%	11.3%	-2.5%	3.4%	43.7%	-5.0%	-1.1%	1.8%	-3.8%
PVC 창호	0.5%	11.2%	15.4%	29.8%	34.4%	25.2%	-17.0%	28.6%	4.4%	1.9%	14.5%
내장재	15.0%	7.5%	-4.2%	-3.3%	-6.5%	6.5%	-0.2%	-3.8%	13.5%	10.5%	3.3%
단열재	-12.3%	-6.8%	-3.9%	-17.7%	6.7%	-5.4%	21.0%	-14.8%	13.1%	10.7%	-10.2%
판유리	-12.5%	5.4%	38.4%	46.5%	70.3%	34.7%	7.0%	-10.9%	11.4%	3.6%	19.7%

자료: 한국투자증권, KCC

<표 2> 비주택 건물 착공-2017년 이후를 이어갈 모멘텀

(단위: 조원)

프로젝트	사업비	현황
S-oil	4.0	2015년 착공, 현재 기자재 매출 시작
삼성전자 고덕 평택산업단지	10.0	콘크리트파일, 단열재패널 투입 중
삼성전자 탕정 디스플레이	3.0	콘크리트파일, 단열재패널 투입 중
영종 카지노복합리조트	2.0	2H16~2017 착공 예정
현대오일뱅크- 대산 리튬핑	0.3	하반기 발주, 단열재/기자재 투입 예정
현대차 GBC	2.0	2017년 2월 착공

자료: 한국투자증권

<표 3> KCC 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
매출	770	858	866	920	787	909	903	998	3,400	3,414	3,596	3,899
YoY	-0.8%	-3.8%	1.3%	4.9%	2.1%	5.9%	4.2%	8.5%	5.2%	0.4%	5.3%	8.4%
도료	384	421	387	409	362	399	384	443	1,661	1,601	1,588	1,672
건자재	284	327	342	370	312	360	374	417	1,309	1,323	1,463	1,644
기타	102	110	138	141	113	150	145	138	429	491	545	583
영업이익	68	83	100	59	86	105	93	62	274	309	346	382
YoY	1.0%	-14.7%	54.0%	32.0%	26.5%	27.4%	-7.3%	5.1%	18.2%	13.0%	11.8%	10.5%
도료	44	39	38	35	37	46	42	44	156	157	169	180
건자재	27	48	53	39	45	57	51	37	124	166	190	223
기타	(4)	(5)	9	(14)	3	2	(1)	(18)	(6)	(14)	(13)	(20)
영업이익률	8.8%	9.6%	11.5%	6.5%	10.9%	11.6%	10.2%	6.3%	8.0%	9.1%	9.6%	9.8%
도료	11.6%	9.4%	9.9%	8.5%	10.4%	11.4%	11.0%	9.9%	9.4%	9.8%	10.6%	10.7%
건자재	9.4%	14.6%	15.4%	10.6%	14.3%	15.9%	13.8%	8.8%	9.4%	12.6%	13.0%	13.5%
세전이익	87	74	(25)	113	78	82	83	63	475	251	306	383
순이익	64	56	(20)	83	59	60	62	49	326	184	229	287

자료: 한국투자증권

<표 4> 한샘 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
매출	380	424	439	468	432	452	474	531	1,325	1,711	1,890	2,150
(별도)	369	401	409	451	417	435	449	509	1,266	1,631	1,810	2,070
YoY	28.2%	32.2%	29.1%	26.4%	13.0%	8.4%	9.7%	12.7%	32.4%	28.9%	11.0%	14.4%
B2C	278	313	329	361	338	345	364	407	946	1,281	1,454	1,680
인테리어	132	132	139	157	160	148	165	182	461	560	655	756
대리점	53	49	50	53	54	47	61	68	176	205	230	287
직매장	49	56	61	70	61	64	66	61	187	235	252	287
Online	30	28	28	34	45	37	39	53	99	119	173	182
부엌	146	181	190	205	178	197	199	225	485	721	799	924
대리점	84	99	107	114	100	107	112	127	273	403	446	468
IK	63	82	83	91	78	90	87	98	212	318	353	456
B2B	91	88	81	90	79	90	85	102	319	351	356	390
영업이익	29	42	35	41	30	31	38	52	110	147	151	186
YoY	29.5%	54.3%	24.2%	25.1%	3.2%	-25.5%	7.2%	27.1%	38.3%	32.9%	2.7%	23.3%
(별도)	28	39	32	40	29	30	36	51	102	139	145	179
영업이익률	7.6%	9.6%	7.9%	8.9%	7.0%	6.9%	7.9%	9.8%	8.1%	8.5%	8.0%	8.6%
세전이익	31	44	38	43	32	35	40	53	117	155	158	196
순이익	22	31	29	32	24	26	30	40	89	115	120	149

자료: 한국투자증권

<표 5> LG하우시스 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
매출	631	724	719	694	676	766	713	693	2,792	2,769	2,848	2,975
YoY	-8.0%	-3.9%	3.2%	0.8%	7.0%	5.8%	-0.8%	-0.2%	4.3%	-0.8%	2.9%	4.4%
건자재	380	452	460	428	419	493	493	449	1,692	1,720	1,853	2,002
소재	248	259	244	248	246	261	210	229	1,064	999	945	923
영업이익	30	52	46	21	39	50	41	27	149	150	156	169
YoY	-15.2%	-2.7%	55.8%	-22.0%	28.5%	-5.2%	-10.3%	24.3%	29.6%	1.0%	4.2%	8.0%
건자재	16	34	32	12	25	37	35	26	89	93	122	132
소재	17	21	17	13	17	15	9	5	68	67	46	49
영업이익률	4.8%	7.2%	6.4%	3.1%	5.8%	6.5%	5.8%	3.8%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%
건자재	4.2%	7.4%	6.9%	2.8%	5.9%	7.5%	7.1%	5.8%	5.3%	5.4%	6.6%	6.6%
소재	6.8%	8.1%	6.9%	5.0%	6.8%	5.8%	4.4%	2.3%	6.4%	6.7%	4.9%	5.3%
세전이익	13	46	41	5	31	44	34	17	114	106	126	139
순이익	8	27	34	3	22	32	26	12	64	72	92	104

자료: 한국투자증권

<표 6> 벽산 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
매출	100.1	114.0	113.1	115.6	95.2	110.7	119.1	133.2	428.3	442.8	458.2	500.1
YoY	2.8%	1.0%	5.7%	4.1%	-4.8%	-2.9%	5.3%	15.1%	7.3%	3.4%	3.5%	9.1%
벽산	68.6	75.2	74.5	75.6	65.8	73.5	74.6	90.5	289.4	294.0	304.4	337.0
페인트	17.2	21.2	22.0	21.2	17.5	22.0	25.0	29.4	76.1	72.7	93.8	98.5
하츠	17.1	21.0	19.6	18.4	14.8	20.6	20.0	19.6	75.8	76.1	75.0	80.0
영업이익	9.3	12.1	10.0	8.5	7.8	10.0	8.5	9.6	31.5	39.9	36.0	41.8
영업이익률	9.3%	10.6%	8.8%	7.4%	8.2%	9.1%	7.1%	7.2%	7.4%	9.0%	7.8%	8.4%
YoY	41.9%	1.1%	83.8%	11.9%	-15.9%	-17.0%	-15.0%	12.9%	54.4%	26.7%	-9.9%	16.1%
벽산	8.3	8.7	8.3	6.5	7.5	7.9	7.5	6.5	24.8	31.8	29.5	34.8
페인트	0.4	1.5	0.7	0.8	0.1	0.9	0.5	1.0	2.0	3.3	2.5	2.5
하츠	0.4	1.7	1.0	1.7	0.1	1.1	1.2	1.7	3.7	4.8	4.0	4.5
순이익	6.9	8.0	7.1	5.3	6.0	4.6	5.7	6.2	19.4	27.9	22.4	30.5

자료: 한국투자증권

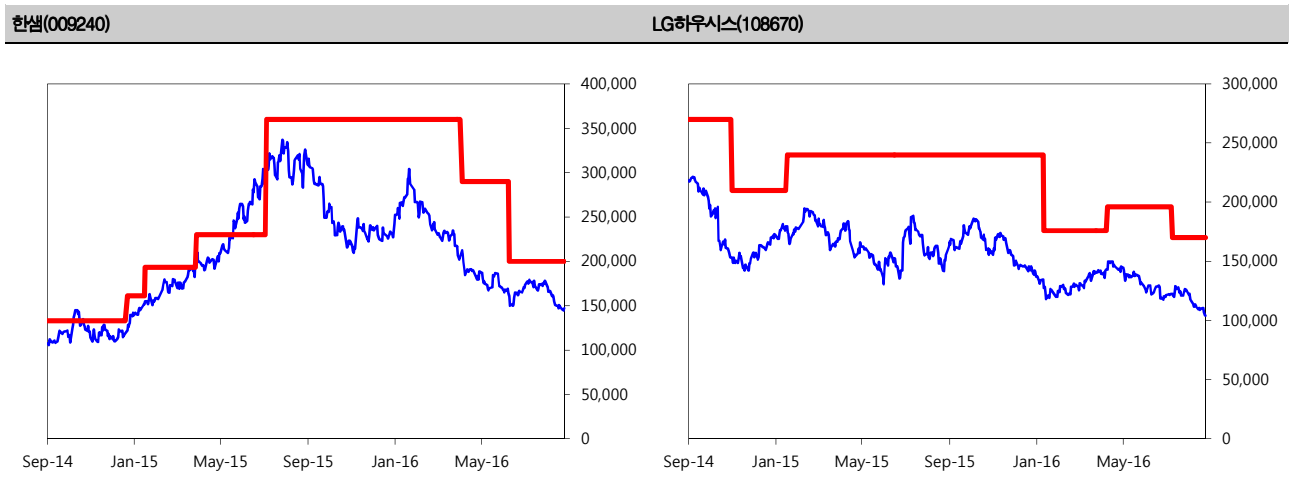
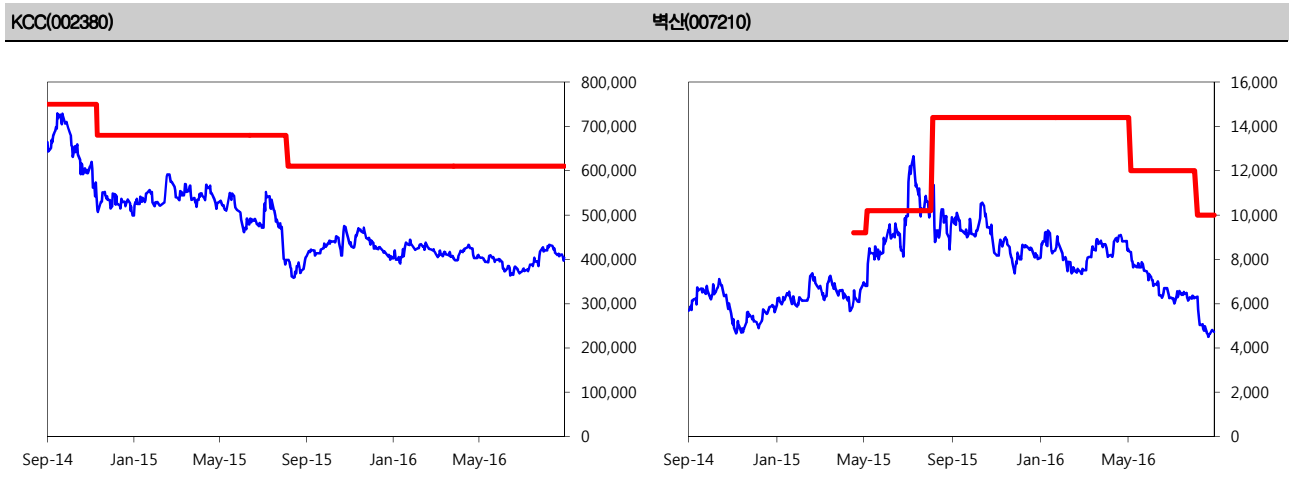
<표 7> 커버리지 valuation

투자 의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
KCC (002380)	투자 의견	매수	2014A	3,400	273	326	33,250	600,744	15.6	0.9	5.8	11.9	1.7
	목표주가(원)		2015A	3,414	309	184	18,730	566,549	22.3	0.7	3.0	10.2	2.2
	현재가 (9/8, 원)		2016F	3,596	346	229	23,330	579,897	17.3	0.7	3.9	8.8	2.2
	시가총액(십억원)		2017F	3,899	382	287	29,225	598,738	13.8	0.7	4.7	7.6	2.2
			2018F	4,251	459	369	37,520	625,304	10.8	0.6	5.8	6.4	2.2
한샘 (009240)	투자 의견	매수	2014A	1,325	110	87	4,793	16,557	23.9	6.9	28.8	21.6	0.7
	목표주가(원)		2015A	1,711	147	115	6,342	20,688	36.5	11.2	29.7	32.9	0.4
	현재가 (9/8, 원)		2016F	1,890	151	120	6,657	24,649	22.1	6.0	25.0	23.5	1.0
	시가총액(십억원)		2017F	2,150	186	149	8,255	29,685	17.8	5.0	25.4	18.8	1.2
			2018F	2,382	206	165	9,125	35,159	16.1	4.2	23.2	16.6	1.4
LG하우시스 (108670)	투자 의견	매수	2014A	2,792	149	64	6,456	82,837	25.1	2.0	8.0	8.6	1.1
	목표주가(원)		2015A	2,769	150	72	7,187	87,652	20.4	1.7	8.4	8.3	1.2
	현재가 (9/8, 원)		2016F	2,848	156	92	9,244	94,519	11.3	1.1	10.2	7.6	1.7
	시가총액(십억원)		2017F	2,975	169	104	10,439	102,579	10.0	1.0	10.6	7.0	1.7
			2018F	3,173	188	119	11,967	112,164	8.7	0.9	11.1	6.3	1.7
벽산 (007210)	투자 의견	매수	2014A	428	32	20	330	3,005	16.8	1.8	10.7	10.0	1.2
	목표주가(원)		2015A	443	40	28	472	3,329	18.0	2.6	13.9	11.9	0.8
	현재가 (9/8, 원)		2016F	458	36	22	378	3,599	12.5	1.3	10.1	8.2	1.4
	시가총액(십억원)		2017F	500	42	31	515	3,983	9.2	1.2	12.5	6.8	1.5
			2018F	532	47	34	579	4,419	8.2	1.1	12.6	5.7	1.6

자료: 각사, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KCC(002380)	2014.10.15	매수	750,000 원	LG하우시스(108670)	2015.01.30	매수	193,000 원
	2014.11.20	매수	680,000 원		2015.04.12	매수	230,000 원
	2015.08.16	매수	610,000 원		2015.07.19	매수	360,000 원
벽산(007210)	2015.03.22	NR	-	2016.04.18	매수	290,000 원	
	2015.04.28	매수	9,200 원	2016.06.23	매수	200,000 원	
	2015.05.17	매수	10,200 원	2014.10.15	매수	270,000 원	
	2015.08.16	매수	14,400 원	2014.11.16	매수	210,000 원	
	2016.05.16	매수	12,000 원	2015.02.01	매수	240,000 원	
한샘(009240)	2016.08.16	매수	10,000 원	2016.01.26	매수	176,000 원	
	2014.09.29	매수	133,000 원	2016.04.24	매수	196,000 원	
	2015.01.05	매수	161,000 원	2016.07.24	매수	170,000 원	



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 9월 8일 현재 KCC, 벽산, 한샘, LG하우시스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2016년 9월 8일 현재 벽산 발행주식의 자사주매매(신탁포함) 위탁 증권사입니다.
- 당사는 한샘 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

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

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

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

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