

목재가격 상승, 남의 일이 아니다

Market

조병현

02 3770 3636
byunghyun.cho@yuantakorea.com



건설/건자재

김기룡

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com



종목	투자의견	목표주가 (원)
이건산업	Not Rated (I)	- (I)
동화기업	BUY (M)	94,000 (U)

목재 가격 상승에서 생각해 본 아이디어

목재 가격의 상승과 미국의 주택 경기

2분기 가파른 인플레이션의 상승은 어느 정도 예상된 바이나 최근 예상치를 상회하는 물가 지표 들이 확인되고 있음. 여기에는 전역적인 원자재 가격의 급등이 원인 중 하나로 작용. 전통적 산업용 원자재 가격의 상승도 나타나지만, 최근에는 목재 가격의 상승에 대한 관심이 높아지고 있음.

목재 가격의 상승을 수요 측면에서 접근해 보면 미국의 주택 시장 업황 개선과 맞물려 있다고 볼 수 있음. 현재 미국의 주택 시장은 역사적인 수준으로 낮은 공실을 상황에 직면해 있으며, 경기 회복과 더불어 주택 수요는 더욱 확대될 가능성을 내포하고 있는 상황. 이미 건축 허가 건수가 빠르게 증가하고 실질적인 착공 역시도 증가세가 나타나기 시작. 정책 측면의 지원까지 기대되는 상황인 만큼 미국의 주택 경기와 목재 수요의 상승 사이클은 단기로 그치지 않을 듯.

인플레이션과 목재 가격에서 생각해 본 투자 IDEA

Idea 1. 전역적인 인플레이션 측면에서 보면, 예상보다 강하다고는 해도 2분기를 기점으로 가격 지표들의 증감을 상 고점은 확인될 가능성이 높다고 판단됨. 결국 단순한 가격 모멘텀 보다는 실질적인 수요에 대한 기대가 형성되는 업종에 관심을 가질 필요. 원자재 공급 부족, 인프라 투자, 건설 경기 회복 등의 소재를 고려해 볼 때, 산업재 섹터, 건설기계 업종 등에 관심이 필요.

Idea 2. 미국의 목재 수요가 주택 건설 사이클을 바탕으로 상당기간 견조하게 유지될 개연성이 높다고 판단됨. 최근에는 주택건설 후기 공정, 즉, 인테리어, 가구 등에 대한 수요도 점차 확대되는 모습이 나타나고 있음. 건자재 업종 그리고 미국 목재 시장에서 직접적으로 사업을 영위하고 있는 기업 등에 대한 투자 아이디어를 생각해 볼 필요.

미국의 목재 가격 강세와 주택 경기 회복, 국내 건자재 업종 수혜 분석

국내 건자재 업종 내에서는 미국 주택경기 회복과 가구 수입 증가와 맞물려 목재 사업을 영위하고 있는 이견산업과 동화기업의 수혜를 전망한다.

이건산업(008250, KS)은 칠레에서 합판을 제조/판매하는 Eagon Lautaro S.A(이하 ELA, 지분 100%) 법인의 팔목할만한 실적 개선이 예상된다. 기 발표한 2021년 1분기 칠레 법인(ELA) 영업이익은 2020년 연간 실적을 상회했다. 이는 전체 매출의 50%를 상회하는 칠레 내수(40%)및 미국(15%~20%) 판매 호조와 판가 상승 효과에 기인한다. 미국향 합판 실적 개선은 미국 신규 목조 주택 급증에 따른 합판 수요 증가와 가격 상승에 있다.

동화기업(025900, KQ)은 미국 가구 수입 증가에 따라 베트남 내 미국향 가구 수출상 수요 확대와 상대적으로 판가가 높은 친환경 등급(E0 이상)의 MDF(Medium Density Fiberboard) 판매 비중 증가 효과가 반영될 전망이다. 2021년, 기존 베트남 남부 지역의 마진율 개선과 함께 신규 북부 지역 설비 준공으로 관련 실적 개선 흐름은 보다 뚜렷해질 전망이다.

목재 가격의 상승과 미국의 주택 경기

예상보다 강해지는 인플레이션과 원자재 가격 상승

인플레이션과 관련된 지표들이 본격적인 상승 흐름을 보이기 시작했다. 4월 미국의 CPI는 +4.2% 급증하면서 사전 컨센서스를 뛰어넘는 결과를 보였다. 보다 눈에 띄는 것은 PPI이다. 기본적으로 CPI에 비해 PPI가 더 탄력적으로 움직이는 경향을 가지고 있는데, 4월 PPI는 +6.2%를 기록(컨센서스 +5.8%)하면서 상대적으로 가파른 상승세를 보이고 있다. 미국뿐만 아니라 중국의 경우도 마찬가지로의 상황이다. 4월 중국의 CPI는 전년 비 +0.9% 상승에 그치는 미온적인 움직임을 보인 반면, PPI는 전년 비 +6.8% 상승하면서 소비자 물가의 상승을 압도하는 모습을 보이고 있다. 컨센서스였던 +6.5%를 상회한 결과였다.

일단 인플레이션의 향후 지속성 여부에 대한 논의는 차치하고, 원인과 현상적인 측면에 집중해 보자. 지난 해 코로나 충격으로 발생한 기저 효과가 정점을 통과하고 있는 시점인데다 선진국을 중심으로 백신 보급이 확산되고 있다는 점, 더불어 주요 경제권의 적극적인 경기 부양과 그동안 지연된 수요의 회복이 나타나고 있는 시점인 만큼 2분기 중 인플레이션 지표의 고공 행진은 어느정도 예상된 것으로 볼 수 있다.

하지만, 어느정도 예상되었다고는 하더라도 예상치를 상회하는 인플레이 지표의 상승에 대한 경계심이 없는 것은 아니다. 여러 원인들을 생각해 볼 수 있겠지만 미시적, 현상적인 측면에 국한해서 바라 본다면, 최근 PPI를 중심으로 인플레이션 지표들의 회복 강도가 기대 이상으로 강하게 나타나고 있는 데에는 주요 원자재 가격들의 가파른 상승 랠리가 꽤 큰 영향을 미치고 있는 것으로 볼 수 있을 듯 하다.

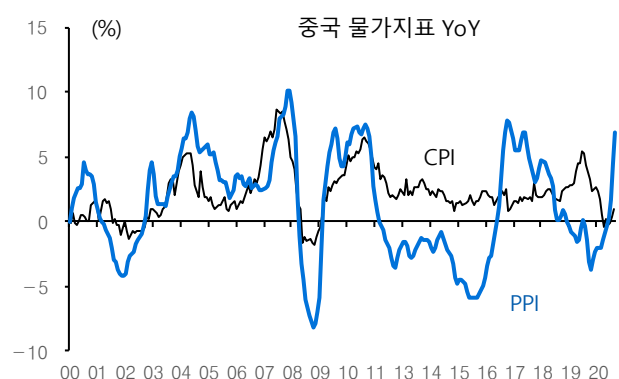
구리, 알루미늄 등 산업용 원자재의 상승이 예상롭지 않은 흐름을 보이고 있으며, 농산물 가격도 꾸준한 상승세를 이어가고 있다. 공급의 확대가 상대적으로 용이한 원유 가격 역시도 나쁘지 않은 흐름을 보이고 있다. 이 중에서도 최근 관심을 한 몸에 받고 있는 원자재가 하나 있다.

미국은 두 물가 지수가 모두 서프라이즈를 보였지만 여전히 PPI가 탄력적인 움직임



자료: 유안타증권 리서치센터

중국 역시 PPI가 CPI에 비해 탄력적인 상승 흐름을 보이고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

최근 관심이 집중되고 있는 목재 가격의 급등

원자재 가격의 폭넓은 상승이 나타나고 있는 가운데, 그 중에서도 최근 상승 속도 측면에서 가장 눈에 띄는 모습을 보이고 있는 원자재 중 한 가지가 바로 목재이다. 일반적인 산업용 원자재에 비해 평소 관심의 대상에 포함되는 원자재는 아니지만, 올해 가격 상승률 측면에서 본다면 목재는 단연 눈에 띄는 퍼포먼스를 보이고 있다.

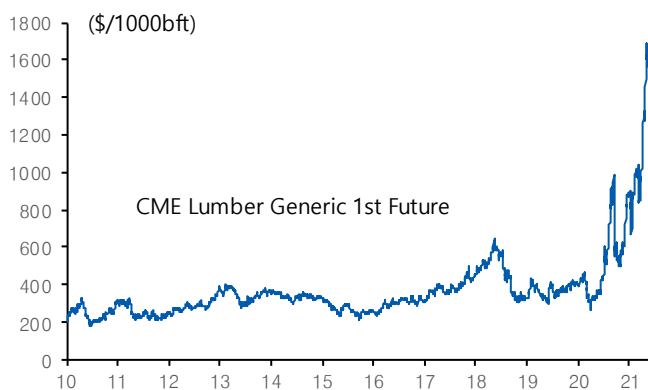
지난 연말 1,000bft 당 800\$ 중 후반 대에서 움직임을 보이던 CME 목재 선물 가격은 약 5개월 만에 1,600\$대까지 상승해 있다. 지난 5/7일에는 1,670\$로 역사적 고점을 새로 썼다. 당시 기준으로 YTD 수익률을 계산해 보면, +91.3%에 달한다.

이 같은 목재 가격의 가파른 상승세는 다양한 가격 상승 동인이 결합된 결과로 해석되고 있다. 앞서서도 언급한 바와 같이 코로나 이후 공급된 막대한 유동성이 제공한 광범위한 자산 가격 상승 압력도 목재에 영향을 미쳤을 것이다. 그리고 보다 직접적인 수요와 공급 측면에서의 가격 상승 요인들도 다양한 관점에서 지목되고 있다.

공급 측면의 요인을 생각해 보면, 코로나 확산에 따른 주요 임업 지역에서의 조업 중단 내지는 제약 그리고 지난 해 역대 세 번째 규모로 집계되고 있는 캘리포니아의 대형 산불을 비롯해 시베리아, 호주 등 주요 산림 지역에서 발생한 산불의 영향도 작용하고 있는 것으로 알려지고 있다. 최근에는 환경 정책의 일환으로 산림 탄소 상쇄 제도 적용이 확산되기 시작한 것도 영향을 미친다는 분석까지 제시되고 있다.

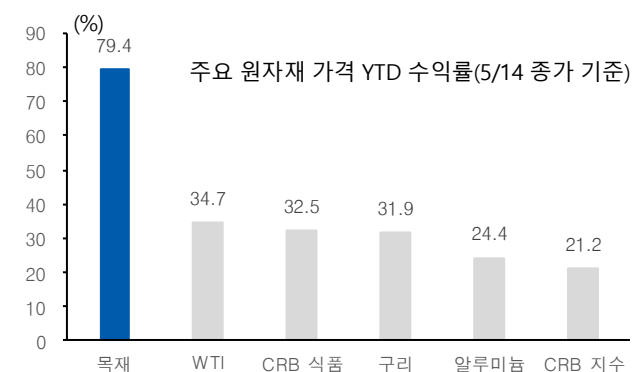
하지만 상기 요인들에 못지 않게 수요 측면의 상승 요인도 알려지고 있다. 바로 미국 주택 시장의 호조가 수요 측면에서의 목재 가격 상승 요인을 지지하는 동인으로 지목되고 있다. 본 자료에서는 우선 미국의 주택 시장에 대한 점검에서부터 이야기를 시작해 보고자 한다.

지난 해부터 급등세를 보인 목재 가격은 최근 말 그대로 Skyrocketing 하는 모습



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 원자재 가운데에서도 눈에 띄는 상승세를 보이고 있는 목재 가격



자료: 유안타증권 리서치센터

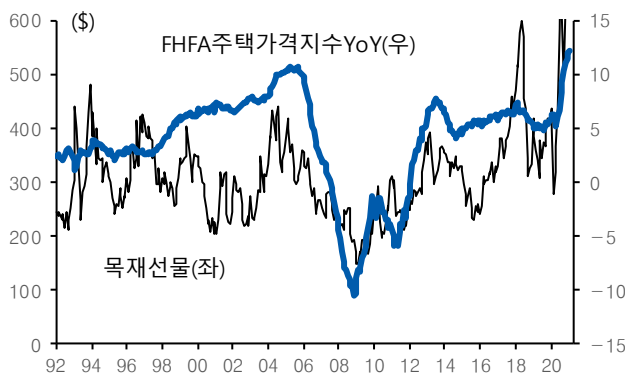
미국의 주택 시장의 가파른 가격 상승

목재의 수요 측면의 가격 상승 동인 중 하나로 미국의 주택 건설 경기의 호조가 언급되는 만큼 우선 가격 지표부터 점검해 보자. 결국 가격이 시장을 대변한다는 관점에서 보면, 호조를 보이고 있는 주택 가격 지표들의 움직임에서부터 미국 주택 시장의 호황을 짐작할 수 있다.

미국의 대표적인 부동산 가격 지표인 케이스 쉐러 주택가격 지수의 경우, 올해 2월 기준 전년 대비 +11.9% 상승한 것으로 나타나고 있다. 보다 장기적인 시계열 자료를 확인할 수 있는 주택금융공사(FHFA)의 주택 구매가격 지수도 2월 기준 전년 비 +12.2%의 상승률을 기록해, 데이터가 확보된 '92년 이후 가장 높은 상승률을 기록했다.

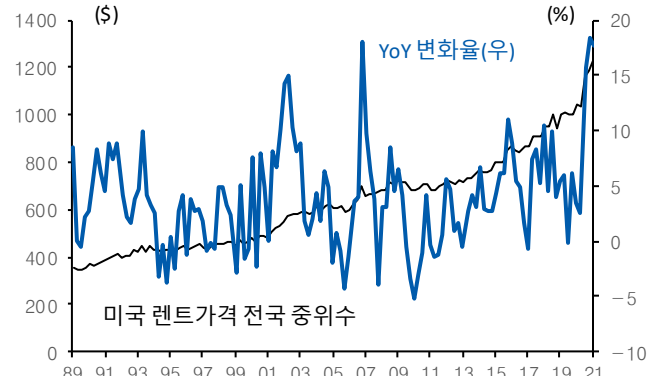
아래 그림에서와 같이 90년대 초부터의 장기 시계열 데이터를 보면 주택 가격 지수의 움직임과 목재 가격의 움직임 간에 가시적인 유사성을 찾아볼 수 있어 목재의 가격에 미국 주택 경기가 영향을 미친다는 추론에 신뢰도를 높여준다.

목재 가격과 유사성을 지닌 주택가격 지수, 이 역시 최근 상승 속도는 기록적



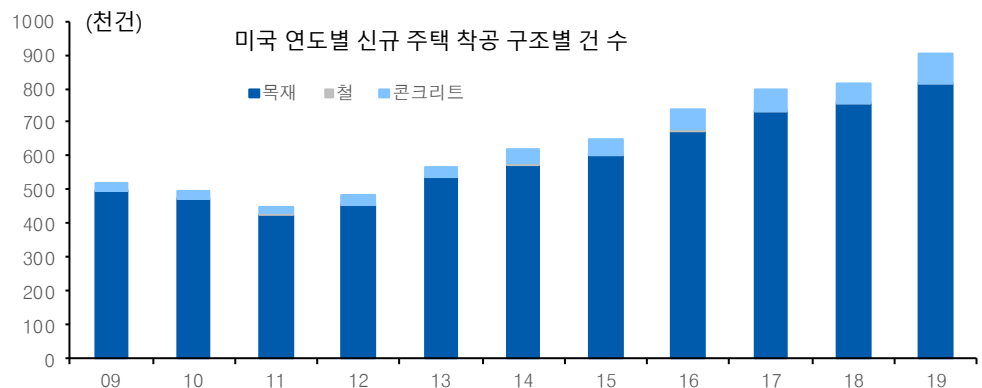
자료: 유안타증권 리서치센터
주: 두 데이터 간의 관계에 대한 가시성 확보를 위해 좌축의 상단을 600\$로 제한

매매 가격 뿐만 아니라 임대료 역시 기록적인 상승률을 보이고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

미국은 신규 주택을 만드는데 있어 여전히 목재 주택의 비중이 90% 이상을 차지하고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

가격 지표 간 보이는 가시적 유사성뿐 아니라 실제로 미국은 주택을 건설하는데 있어 기본적으로 목재 주택(Wood framing)의 비중이 높다. NAHB의 조사에 따르면 최근 콘크리트나 철강을 구조재로 쓰는 주택의 비중이 늘어나고 있지만, 2019년만 해도 전체 신규 완공 주택의 90%가 목재 구조의 주택인 것으로 나타났다. 결국 두 가격 지수 간의 연관성은 의미를 부여할 수 있으며, 특히 코로나 이후 교외 지역의 독립 주택에 대한 수요가 늘어나고 있다는 점도 목재 수요를 더욱 자극하는 경향 중 하나로 언급되고 있다.

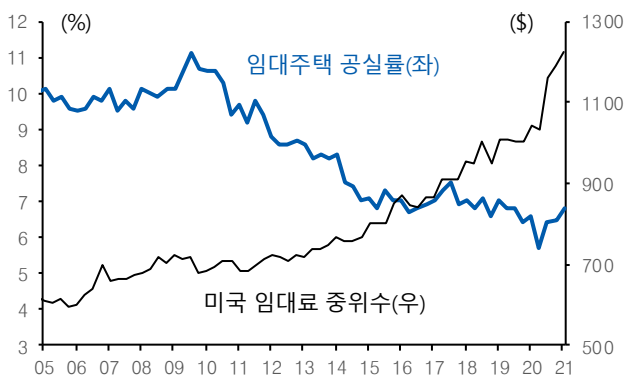
다시 가격으로 돌아와서 보면, 가격 지표의 강한 상승세는 비단 매매 시장에서만 나타나는 것이 아니다. 임대용 주택, 즉, 주거 렌트비 역시 가파른 상승세를 보이고 있다. 1분기 말 기준 미국 전체 주거 임대 비용 중위수는 사상 최고치인 1,226\$를 기록해 전년 동기 대비 +17.8%의 상승률을 기록하고 있다. '20년 4분기 +18.4%보다는 다소 낮지만 데이터가 집계된 '89년 이후 두 번째로 높은 상승률이다.

미국은 지금 주택이 부족하다

앞서서도 언급한 바와 같이 지난 해 코로나 확산 이후 진행된 유동성 공급의 영향으로 광범위한 자산 가격의 상승이 발생한 상황이고, 당연히 주택이라는 자산 가격 역시 그 영향권에 놓여 있는 것으로 볼 수 있다. 그리고 매매 가격이 상승하면서 임대료까지 따라서 올라가는 것은 어찌 보면 당연한 일이다. 그러나 미국의 주택 가격 상승이 단순히 가격 측면의 이슈에 의해서만 발생한 것으로 보기는 어렵다는 판단이다.

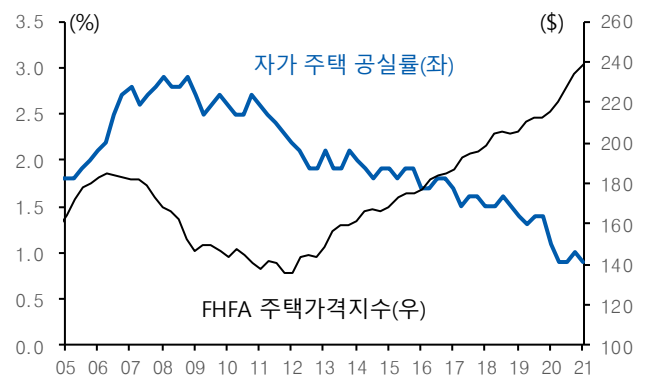
여러가지 데이터들을 통해 볼 때, 미국 주택 시장에서 공급이 상당히 타이트 해 보인다는 결론을 얻을 수가 있기 때문이다. 대표적인 데이터가 공실률이다. 미국의 주택 공실률 추이를 보면 상당히 낮은 수준까지 떨어져 있음을 확인할 수 있다. 현재 미국 전체 임대 주택의 공실률은 6.8%수준이다. 코로나 여파로 매매나 이동 자체가 극단적으로 위축될 수 밖에 없었던 지난 2분기에는 5.7%까지 낮아지기도 했는데, 그때보다 다소 높아진 수준의 공실률이라 해도 현 수준은 1980년대 중반 이후 가장 낮은 수준으로 볼 수 있다.

80년대 중반 이후 가장 낮은 수준의 임대주택 공실률



자료: 유안타증권 리서치센터

자가 소유의 주택 공실률 역시 사상 최저치에 위치하고 있음

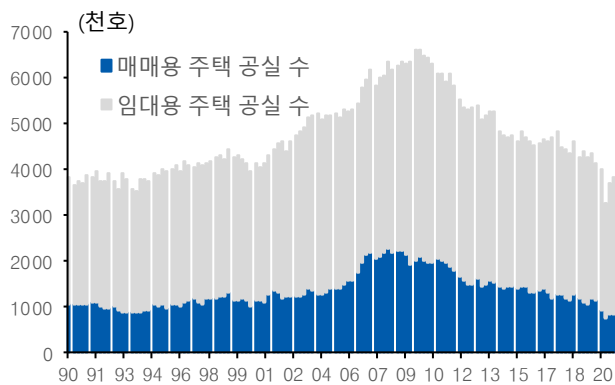


자료: 유안타증권 리서치센터

임대 주택뿐만 아니라 자가 주택의 경우도 마찬가지의 상황이다. 자가 주택의 공실률은 자연히 임대 주택 보다 많이 낮은 수준에서 움직이는 것이 일반적이지만 21년 1분기 말 현재 공실률은 0.9%에 불과하다. 이 역시도 사상 최저치이다. 결국 임대 시장이건 자가 매매 시장이건 주거지의 공급 자체가 매우 타이트한 상황이라고 볼 수 있다.

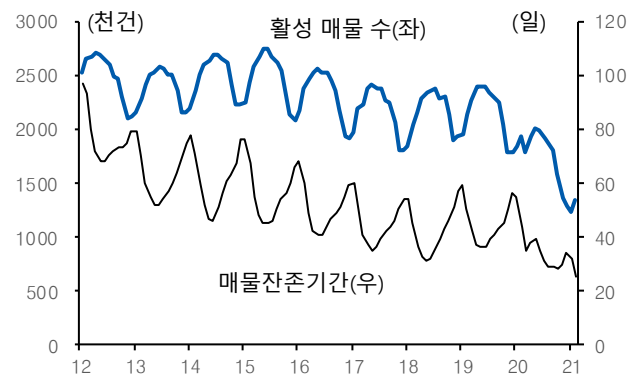
유사한 개념이지만 매매용과 임대용 모두 주택의 공실 수 자체가 '90년대 이후 최저치 수준에 도달해 있으며, 시장에 남아 있는 부동산 매물 수 자체도 역사적 저점에 위치하고 있다. 시장에 나온 주거용 부동산의 매물 잔존 기간 역시 평균 25일로 사상 최저치이다. 매물 자체가 부족한 상황인 만큼 매물이 출회될 경우 즉각적으로 거래가 이루어지는 상황에 가깝다. 이처럼 공급 자체가 부족한 상황이라고 한다면 주택 가격의 상승 또한 단순히 화폐적인 현상에 의한, 단기적인 것으로 치부하기는 어려울 듯 하다.

공실 주택 수 자체도 경험적인 저점 수준에 위치



자료: 유안타증권 리서치센터

시장에 나와있는 매물 자체도 부족하고 매물로 나온 주택은 빠르게 사라지는 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

주택 수요와 관련된 몇 가지 참고 사항들

이상에서 살펴 본 바와 같이 주택시장의 재고가 타이트 하다고 하더라도 수요가 유지될 지 여부도 한번쯤 점검해 볼 필요가 있다. 미국 주택 시장에 대해 심도 있는 분석을 할 수 있는 전문가가 아니지만, 수요와 가격에 관련해 참고가 될 만한 몇 가지 지표들을 살펴 보고 넘어가고자 한다.

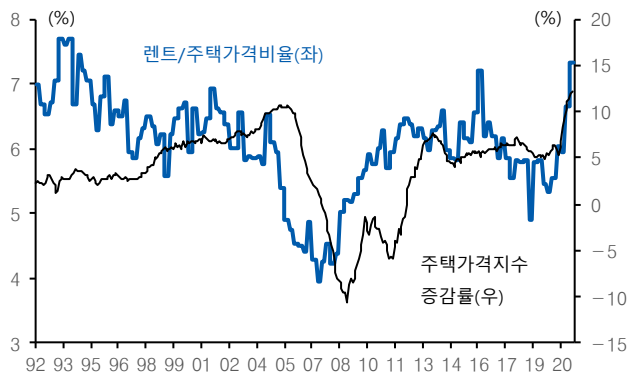
앞서 가격 측면에 있어서 임대 가격과 매매 가격을 각각 살펴 보았는데, 두 가격을 함께 묶어 살펴 볼 필요도 있다. 매매에 비해 임대는 아무래도 실수요적 성격이 강하다고 볼 수 있다. 때문에 임대료의 가격 상승이 상대적으로 세계 나타나고 있다는 것은 그만큼 주거지를 확보하고자 하는 수요 자체가 뒷받침되고 있다는 해석을 붙여 볼 수 있을 듯 하다.

현재 매매 가격에 대한 임대 가격의 상대 수준을 보면 최근 가파른 상승세가 확인되고 있다. 미국 전체 주택의 중위수 판매 가격 대비 임대료 중위수 비율은 1분기 현재 7.3%로 집계되고 있다. 80년대 후반부터 확인되는 해당 데이터의 전체 시계열을 보더라도 최상위권에 위치하고

있으며, 1994년 2분기 이후 가장 높은 수준까지 올라온 것이다.

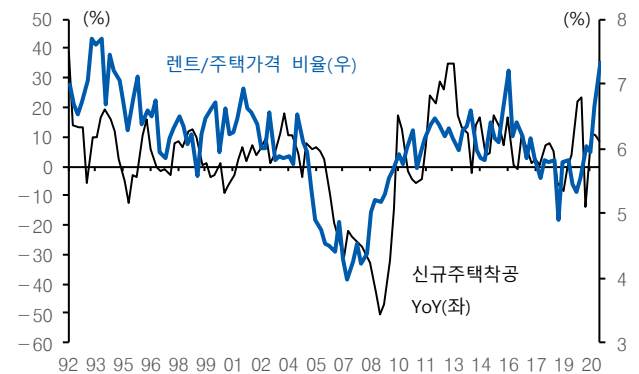
경험적인 관점에서 임대료/매매가격 비율은 매매 가격에 다소 선행하는 경향이 있는 것으로 보인다. 이 같은 경험칙에서 보더라도 당분간 미국 주택 시장의 호조가 이어질 것에 대한 기대를 가져 볼 여지가 있을 듯 하다. 더불어 뒤에서 데이터들을 살펴 보겠지만, 임대료의 상대적인 강세와 신규 주택 공급 사이클 간에도 가시적인 상관성이 도출된다는 정도는 언급된 김에 여기서 먼저 확인해 두고자 한다.

실수요 반영도가 높은 임대 가격의 매매가 대비 비율이 경험적 고점 수준에 진입



자료: 유안타증권 리서치센터

임대 가격의 상대 비율 상승은 실제 착공 사이클을 이끌어 내는 요인이기도 함

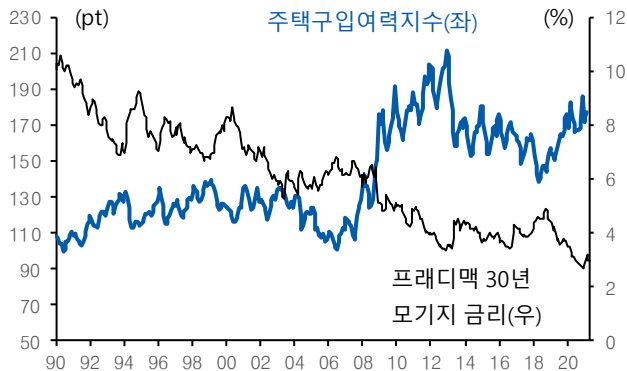


자료: 유안타증권 리서치센터

다음으로 주택 구입자들의 접근성을(구매 여력) 평가하는 전미 부동산협회(NAR)의 주택 구매자 구입 여력 지수를 살펴 보자. 해당 지수를 보다 정확히 표현하자면 대출 여력 지수라고 할 수 있다. 100을 기준으로 하는데, 이 기준점은 중위수 가격대의 집을 일반적인 수준의 대출을 통해 살수 있는 수준의 소득(중위수 기준)을 가계가 확보하고 있음을 의미한다. 수치가 높아진다는 것은 집을 사기 위해 필요한 대출 조건보다 많은 중위수 소득이 형성되어 있다는 것으로써, 가계의 주택 구매가 보다 용이한 상황임을 의미한다.

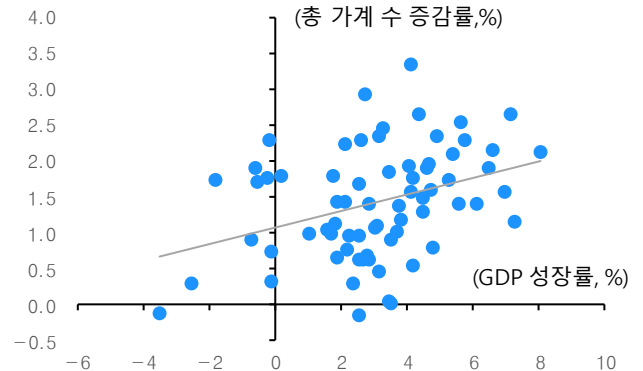
현재 해당 지수의 흐름은 꽤 높은 영역에 위치하고 있는 것으로 볼 수 있다. 정의에서 살펴 본 바와 같이 태생적으로 금융 여건(모기지 금리)에 민감한 반응을 보이는 경향이 있는데, 글로벌 금융위기 이후 지속된 저금리 기조의 영향으로 기존에 비해 레벨업 된 상황인데다, 최근 금리가 높아졌다고는 해도 아직 코로나 이전 하단 수준에 위치하고 있음을 감안하면 당장 구매 여력이 크게 악화될 상황은 아닌 듯 하다. 물론, 금리가 추가적으로 상승할 가능성이 있고, 주택 가격 역시 빠르게 상승하고 있음을 감안하면, 여건이 크게 더 개선될 것에 대한 기대는 제한될 가능성도 있어 보인다.

가계의 주택 구입 여력은 꽤 양호한 수준에 위치 한 것으로 볼 수 있음



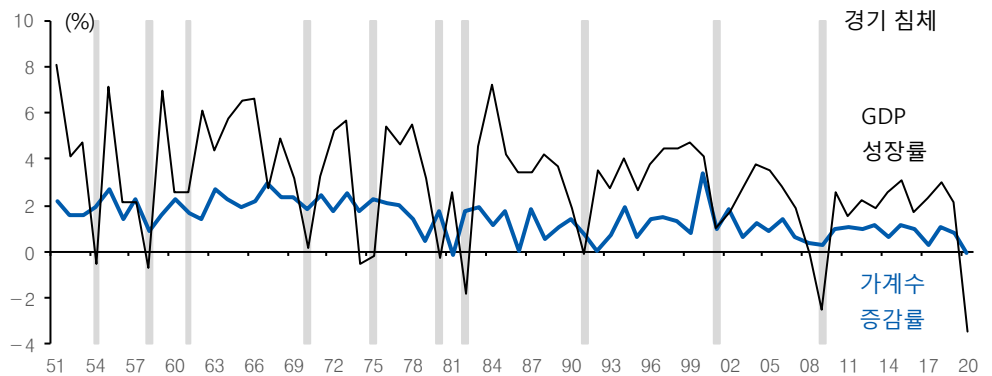
자료: 유안타증권 리서치센터

가계 수의 증감과 성장률 간에는 같은 방향으로의 상관 관계가 존재하는 듯



자료: 유안타증권 리서치센터

경기 침체 과정에서 감소한 가계 숫자는, 이후 회복 과정에서 회복되는 경향을 확인할 수 있음

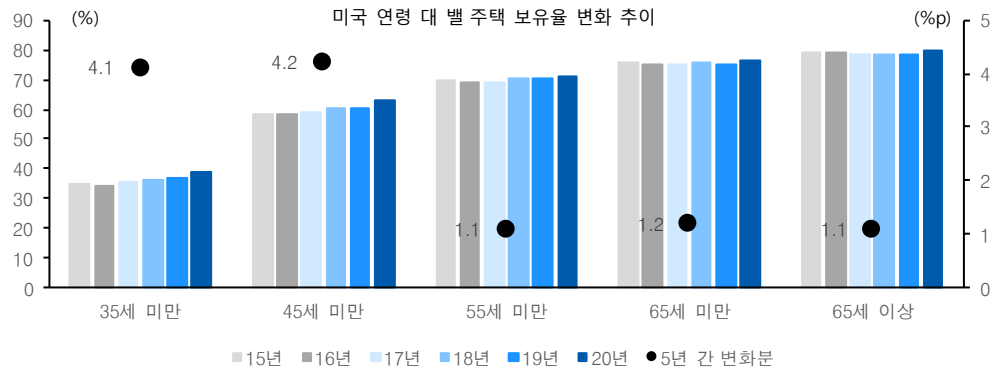


자료: 유안타증권 리서치센터

조금 더 거시적인 측면에서 보면, 경제 사이클과 본질적인 주택 수요, 즉, 총 가구 수(total households) 증감 간에 관계가 있다는 점을 생각해 볼 필요가 있다. 경제 성장률이 크게 낮아지거나 침체가 발생하는 경우 미국의 전체 가계 숫자 역시 감소하는 경향을 보인다. 경제 충격 상황에서 주거 비용 등을 효율적으로 관리하기 위해 세대간 동거 등의 상황이 발생하기 때문에 가계의 숫자가 감소되는 것이 아닐까 생각해 볼 수 있다. 반대로 충격 이후 경기의 회복 구간에서는 가계 수 증가율 역시 회복되는 모습이 확인된다.

앞의 그림에서 볼 수 있는 바와 같이 GDP 증감률과 가구 수 증감률 간에 통계적으로 의미 있는 수준의 상관관계가 도출된다는 점도 참고할 필요가 있을 듯 하다. 향후 경기의 회복 및 고용의 회복과 더불어 가구 수가 증가하는 과정에서 주택 수요가 추가로 발생할 가능성도 생각해 볼 여지가 있을 듯 하다.

젊은 연령층의 주택 보유율이 낮은 것은 사실이나, 최근 보유율의 증가 속도가 매우 빠르다는 점은 의미를 둘 수 있을 듯



자료: 유안타증권 리서치센터

마지막으로 주택 보유율 측면에서 보면 젊은 세대의 부동산 보유율이 빠르게 높아지고 있음이 눈에 띈다. 물론, 절대적인 보유율은 연령대가 높을수록 높게 형성되어 있는 것이 사실이다. 20년 기준 미국 65세 이상 인구의 주택 보유율은 80%에 달하는 반면, 35세 미만 인구의 주택 보유율은 39.1%에 불과하다.

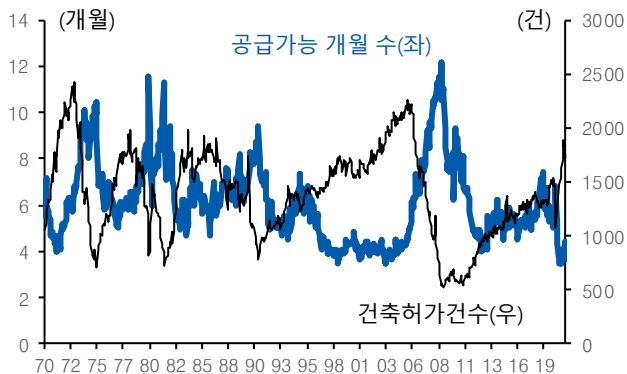
하지만 최근 5년 간 보유율의 상승 속도를 비교해 보면 상대적으로 젊은 층인 35세 미만 연령층과 35~44세 연령 층에서 4%p 대의 보유율 상승이 나타났다. 그 이후의 연령 대에서는 1%p 수준의 보유율 상승만 진행됐다. 부동산 보유 연령대에 대한 이야기는 사실 단기적인 사이클과는 거리가 있는 소재일 수 있지만, 부동산을 소유하고자 하는 연령대가 낮아진다는 점, 혹은 경제 활동이 활발해 지는 연령대에서 부동산 소유 의향이 높아진다는 점은 주택 경기의 탄력성이나 연속성 측면에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있게 만드는 요인이라는 판단이다.

이상에서 살펴 본 바와 같이 전반적인 미국의 주택 수요 관련 제반 상황은 우호적인 여건이라고 판단할 수 있을 듯 하다.

본격적인 상승 사이클이 기대되는 미국 주택건설 경기

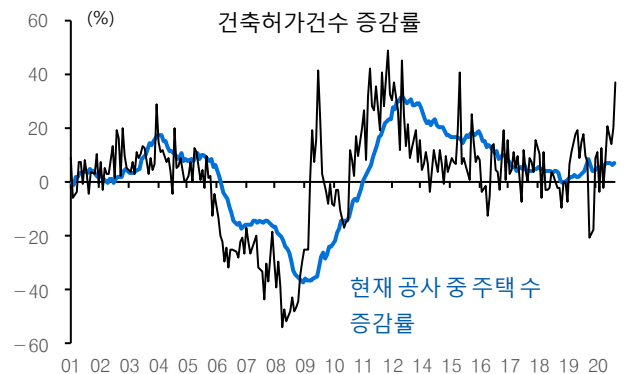
앞서 가격 지표와 신규 착공 간의 연관성을 보여주는 데이터를 하나 소개했는데, 주택 재고와 건축 수요 간에도 직접적인 상관 관계를 상정해 볼 수 있다. 주택 시장의 재고 여력을 평가하는 지표 중 대표적으로 쓰이는 것이 주택 공급 가능 개월 수이다. 해당 데이터는 3월 현재 3.6개월로 추산되고 있는데, 이 역시도 사상 최저 수준에 가깝다. 이처럼 부족한 주택 재고는 신규 공급의 필요성을 역설해 주는 것으로 볼 수 있고, 그림에서 확인해 볼 수 있는 바와 같이 실제로 주택 재고 부족(공급 가능 개월 수 하락)은 건축 수요의 증가(건축허가 건수 증가)를 이끌어 내는 경향이 뚜렷하다.

주택 재고와 건축허가 건수 간에는 뚜렷한 역의 상관관계가 도출



자료: 유안타증권 리서치센터

허가가 증가하면 자연히 착공도 뒤따르게 됨. 실제 건설 사이클은 본격적으로 시작

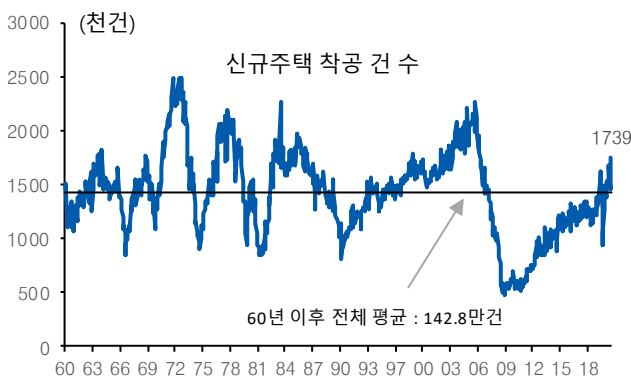


자료: 유안타증권 리서치센터

한편 건설에 대한 허가 건 수는 자연히 실제 건설 수행 사이클에 선행하는 관계를 가지게 된다. 3월 현재 주택 착공 허가 건 수는 175.9만 건으로 전년 동기 대비 +29.7% 급등하고 있다. 그림을 통해 확인되는 바와 같이 선행적으로 최근 허가 건 수의 가파른 상승이 나타나고 있지만, 실제 건설 중 주택 수의 증가는 이제 막 바닥을 지나서 완만하게 상승 국면에 진입하고 있는 모습이다. 이미 폭증에 가까운 상승세를 보이고 있는 허가 건수와 달리 실질적인 건설의 진행은 이제 본격화되는 모습이다.

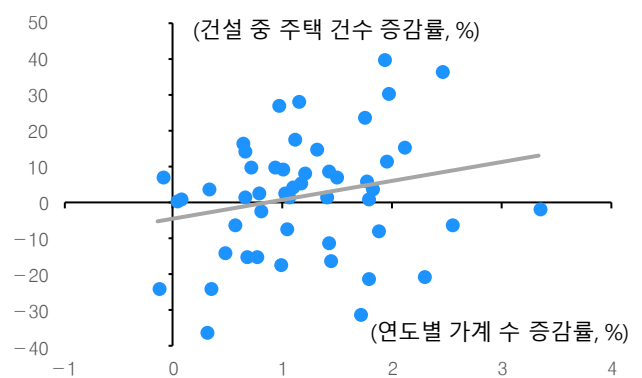
사실 주택 건축 허가 건수의 추이를 포함해 전반적인 주택 건설 지표들을 보면 2012년 정도부터 꽤 장기간 상승 곡선을 그리고 있음을 확인할 수 있다. 과거 글로벌 금융위기가 부동산 시장의 과열과 뗄 수 없는 관계를 가진 탓에 글로벌 금융위기 이후 미국의 주택 건설 시장도 유래 없는 위축 국면을 경험할 수 밖에 없었고 그 이후 꾸준한 회복세를 이어오고 있는 흐름이다. 상당 기간 상승세 흐름을 이어 왔고, 최근 증감률 측면에서의 급증하는 수치들까지 확인되고 있다고는 하지만 최근 수년간의 회복 흐름에도 불구하고 전체적인 허가나 착공 건 수의 수준을 놓고 보면 해당 데이터의 평균에서 그다지 벗어나 있지 못하다.

2010년대 주택 착공이 회복세를 보이기는 했지만, 기존 고점 영역과는 괴리 존재



자료: 유안타증권 리서치센터

가구 수의 증가 역시 착공 사이클과 같은 방향성을 형성하고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

지난 해 기저 효과에 따른 가파른 증가율이 나타나고 있지만 향후 증가율이 다소 낮아진다고 해도 건축 허가 건수 자체의 증가 추세는 이어질 가능성이 충분해 보인다. 한가지 더 짚어 보면, 앞서 언급했던 바와 같이 주택의 가장 근본적인 수요인 가계 수의 증감과 주택 착공 면적 증감 간에도 비교적 뚜렷해 보이는 상관 관계가 형성되고 있다는 점도 주택 수요와 관련해 긍정적인 측면에서의 해석이 가능해 보인다.

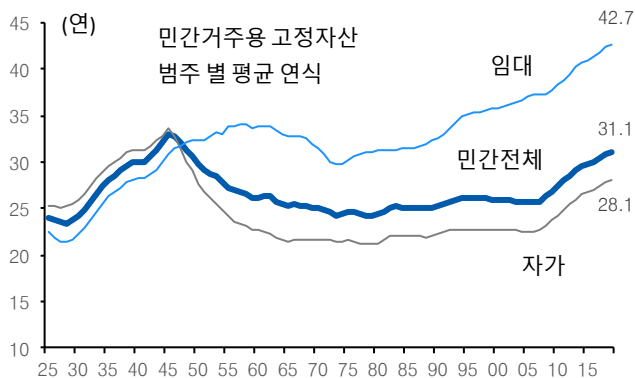
한편, 미국 주택들의 평균 연령도 살펴 보자. BEA의 추산치에 따르면 민간 거주용 고정 자산의 평균 연식은 31.1년으로 1940년대 이후 가장 노후화된 상황이다. 자가와 임대용 주택으로 나누어 보게 되면 후자에서 노후화 정도가 훨씬 심한 것으로 나타나고 있는데, 임대용 고정 자산의 평균 연식은 42.7년에 달해 사상 최고치 갱신 흐름이 이어지고 있는 상황이다. 노후화에 따른 재건축 수요도 존재하는 것으로 생각해 볼 수 있다.

이 재건축 부분과 관련해 NAHB의 리모델링 시장 지수도 참고해 볼 수 있다. Remodeling Market Index는 미국의 리모델링 사업자들에게 향후 업황 전망과 관련된 몇 가지 사안들을 3점 척도(good, fair, poor)로 설문조사 한 뒤 이를 지수화 한 것이다. 0~100 사이의 값을 가지며 50 이상이면 업황에 대해 업자들이 기존에 비해 긍정적인 인식을 가진 것으로 해석하게 된다.

해당 지수가 지난 해 1분기에 개편되면서 추세 상의 연속성을 이용한 수치 비교가 어려운 상황이다. 하지만 1분기 수치가 86을 기록하면서 기준선을 훌쩍 넘어 있는 상태라는 점은 단기 업황 개선에 대한 기대가 높은 것으로 해석해 볼 수 있으며, 더불어 리뉴얼 이전에도 상당기간 기준선 이상에서 고공행진을 이어오고 있었다는 점에서 노후화된 주택들에 대한 재건축 수요가 존재하는 것으로 보는데 무리가 없을 듯 하다.

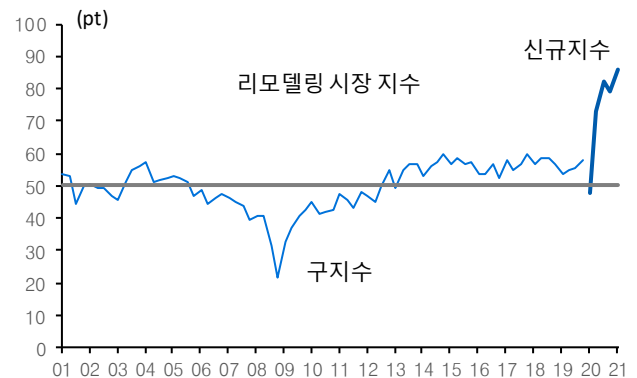
이상에서 살펴 본 내용들을 정리해 보면, 미국의 주택 시장에서 공급 측면 데이터들이 전반적으로 상당히 부족한 모습들을 보이고 있다. 더불어 수요와 관련된 데이터들은 긍정적으로 평가할 수 있는 영역에 있다. 재고 관점에서 보면, 노후화 정도가 심각한 미국의 기존 주택 시장의 상황 역시 향후 주택 건설 사이클과 관련에 긍정적인 전망을 더해줄 수 있는 소재로 보인다.

현재 존재하고 있는 주거용 고정 자산의 노후화 정도 또한 매우 심각



자료: 유안타증권 리서치센터

지난 해가 특수한 상황이라는 했지만, 리모델링 시장 지수도 최근 급등세



자료: 유안타증권 리서치센터

종합해 보면, 우리가 흔히 접하는 산업 사이클 관점에서 신규 수주 사이클과 재고 사이클이 동시에 발생하는 상황에 가까운 것으로 비견해 볼 수 있을 듯 하다. 가격 상승 역시 단순히 유동성 때문에 가격이 오르면서 주목받고 있는 상황이 아니라 이 같은 수요의 회복 기대와 공급의 과부족 현상을 바탕으로 한 것이기 때문에 미국의 주택 건설은 상당 기간 호황을 보일 수 있을 것으로 추론해 볼 수 있다.

또 하나의 기대 요인, 바이든 행정부의 인프라 투자

지난 3월 31일에 바이든 행정부는 미국의 경기 회복을 위한 American Jobs Plan 을 발표했다. 약 2.3조\$에 달하는 대규모의 재정 지출 계획이다. 역대 최대 규모라고 하기는 어렵지만, 지난 글로벌 금융위기 이후 추진했던 ARRA를 크게 상회하는 규모이다. GDP 대비 비중 관점에서 보더라도 당시의 2배에 가깝다.

물론 발표 이후에도 규모, 세부 내역, 증세 등과 관련한 공화당과의 이견이 지속되고 있으며, 쉬운 협상 과정이 진행될 것으로 보기는 어렵다. 하지만, 이제 막 임기가 시작한 바이든은 실질적으로 상/하원을 모두 우군이 가지고 있는 상황인데다, 최근 인터뷰에서 공화당이 초당적인 지지를 하지 않을 경우 인프라 투자를 공화당 없이 추진할 수도 있다는 언급을 하며 인프라 투자에 대한 의지를 드러내고 있다. 세부적인 조정은 있을지 몰라도 대규모 인프라 투자의 시행 가능성을 폄하할 필요는 없을 듯 하다.

제시된 인프라 투자 계획을 보면, Infrastructure at home 부문에 가장 큰 예산이 할애되어 있다. 특히 직접적인 주택 공급 분야 하나에만 2,130억\$라는 대규모의 예산이 배정되어 있음을 확인할 수 있다. 앞서 살펴 본 바와 같이 심각한 수준에 달한 미국의 주택 공급난과 노후화 상황을 해소하기 위한 정책적 지원까지 시도되고 있는 상황이다.

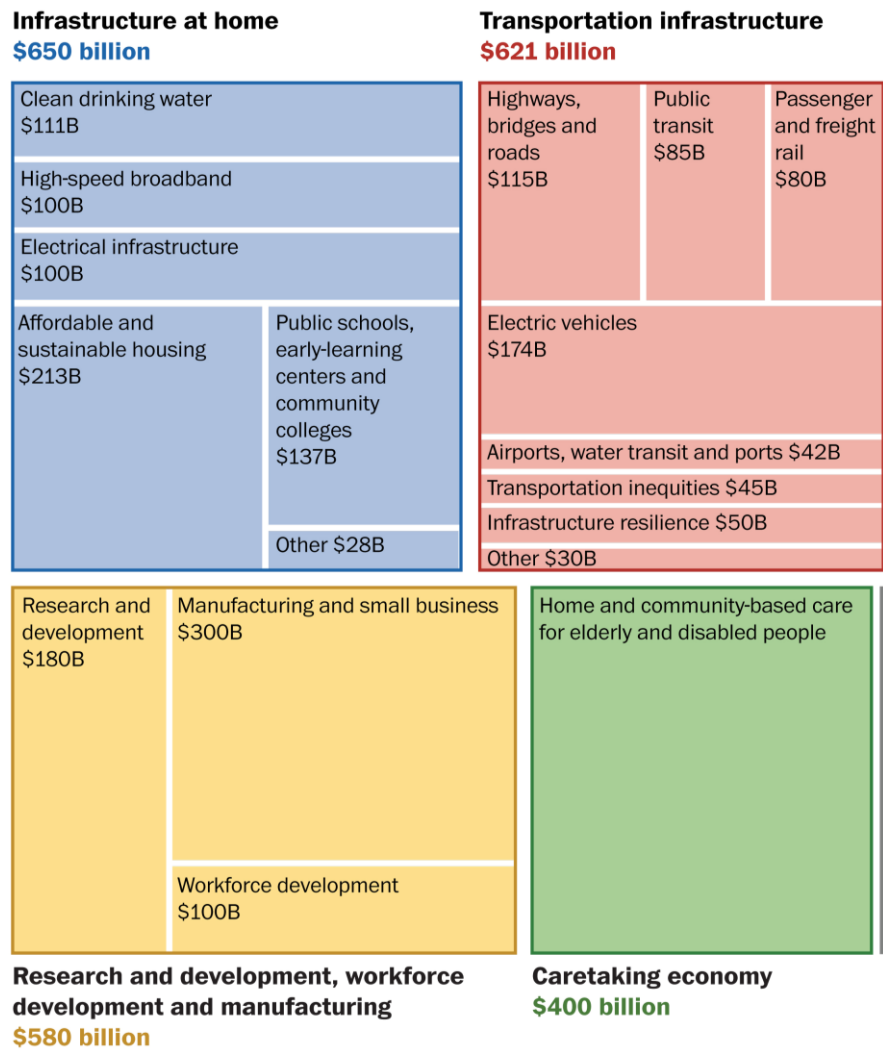
이번에 발표된 American Jobs Plan 과 과거 대규모 재정 정책 비교

항목	New Deal (1931년)	ARRA (2009년)	American Jobs Plan
총 규모	417억\$ (09년 기준 환산 6.530억\$)	8,400억\$	2.3조\$ (CPI 반영 09년으로 역산 시 약 1.8조\$)
당시 GDP 대비 비중	39.9% 대공황 발생한 29년 GDP 기준	5.7%	11% 2020년 GDP 기준
정부 부채 증가분	+30.3%p 31년~39년	32%p 08년~11년	이미 +24%p 19년 대비 현재
주요 사업	은행 지원, 금본위제 폐지, 산업 부흥법 제정, 농업지원, 댐, 도로 공사 등을 포함한 인프라 투자 (테네시강 유역 개발)	기업 및 개인 세제 혜택, 헬스케 어 투자, 인프라 투자(공공부문, 통신 및 보안, 기존 에너지 망 보 완 및 신재생 에너지)	주거용 인프라, 교통 인프라, 친 환경 산업, 중소기업 지원, 취약 계층 지원 등

자료: 유안타증권 리서치센터

비단 주택시장뿐만이 아니다. 두 번째로 많은 예산이 배정된 부문이 교통 인프라 부문이다. 여기서 따로 설명하지 않더라도 미국 기초 인프라 시설의 노후화 문제가 심각한 수준임을 트럼프와 힐러리의 2016년 대선 경합 당시부터 여러 차례 확인할 수 있었다. 결국 주택 이외에도 대규모 토목 공사 등이 필요한 물리적 인프라 투자가 대규모로 진행 될 수 있다는 측면에서도 미국의 건설 경기 회복에 대한 기대와 함께 투자 아이디어를 모색해 볼 필요가 있다는 판단이다.

지난 3 월 말 발표된 대규모 인프라 투자계획인 American Jobs Plan 의 주요 내용



자료: 유안타증권 리서치센터

인플레이션과 목재 가격에서 생각해 본 투자 IDEA

인플레이션 증가율 정점 부근에서의 투자 IDEA

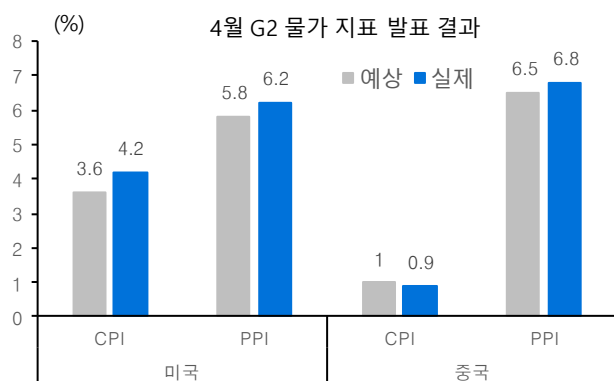
투자 아이디어 부분은 우선 원론적인, 일반론적인 이야기에서부터 시작해 보고자 한다. 글의 첫 부분에서 언급한 바와 같이 인플레이션 지표의 본격적인 상승 구간에 진입했다. 4월 미국의 CPI와 PPI가 모두 사전 컨센서스를 뛰어넘는 급등세를 보였고, 중국의 경우도 마찬가지로 PPI가 예상치 이상의 상승률을 기록했다. 사전적으로 예상한 수준 이상의 인플레이션이 확인되며 기대와 경계감을 동시에 주고 있는 상황이다.

여기서 판단할 부분은 인플레이션의 상승세가 예상했던 바와 같이 기저효과와 모멘텀 측면의 기대감(정책, 백신, 이연수요 회복 등)이 중첩되어 적용되는 2분기를 기점으로 진정(증가율 측면에서)될 것인지, 아니면 하반기에도 증가율의 강한 상승이 지속될지 여부가 될 것 이다. 사실상 답을 내리기 어려운 문제이나 이 경로에 따른 대응 전략은 꽤 달라질 수도 있을 듯 하다.

현 시점에서 생각하고 있는 결론을 먼저 제시하자면, 물가 지표의 고공행진은 이어질 수 있더라도 증감률은 고점을 형성하는 형태가 전개될 것으로 보고 있다. 이에 대한 이유를 현재 진행되고 있는 PPI 중심의 가파른 물가 상승에 원인 중 하나인 원자재 가격에서부터 생각을 정리해 보자.

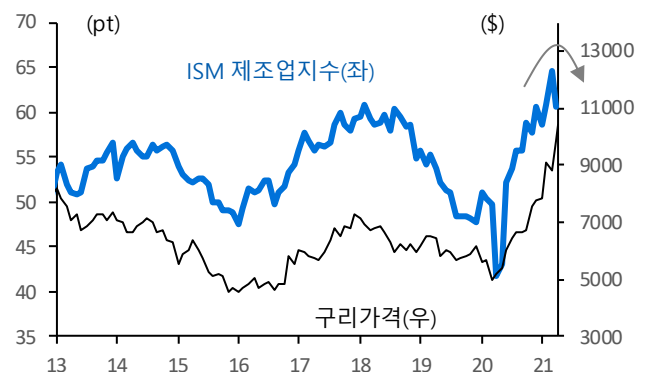
본 자료는 목재 가격에 주안점을 두고 있지만, 잠시 전반적인 인플레이션 측면에서의 영향력이 더 크다고 볼 수 있는, 대표성을 지니는 산업용 원자재인 구리를 예로 들어 이야기를 진행해 보고자 한다. 구리의 경우도 일반적인 산업 수요와 친환경 산업 부문에서의 신수요 창출 그리고 기존 주요 원자재 공급 지역에서의 공급 차질 이슈가 맞물려서 가격 상승이 가파르게 진행 중에 있다. 장기적인 관점에서의 구리의 수요와 가격 흐름에 대해서는 긍정적인 시각을 가지고 있지만, 여기서는 우리가 Dr. Copper이라고 부르는 구리의 성격, 즉, 전통적인 경제의 소순환 사이클을 잘 반영한다는 특징에 먼저 주목해 보자.

PPI를 중심으로 예상치를 상회하는 결과를 보인 G2의 인플레이션 지표



자료: 유안타증권 리서치센터

구리 수요의 상당 부분을 차지하는 전통적인 산업 영역에서의 심리 지표가 둔화



자료: 유안타증권 리서치센터

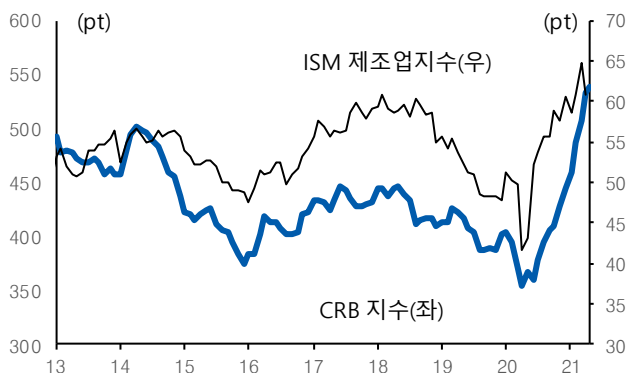
이 같은 관점에서 보았을 때, 글로벌 경제 측면에서 소순환 사이클을 가장 대표성 있게 나타내는 지표 중 하나가 미국 ISM 제조업지수이다. ISM 제조업 지수는 지난 3월 64.7pt를 기록한 뒤 4월에는 60.7pt로 하락했다. 단지 한달 주춤한 것을 가지고 하락 추세에 접어든다는 주장을 하기는 어렵다. 그러나 반대로 생각해 보면, 이미 역사적 고점 영역에 위치하고 있는 해당 지수가 다시 탄력적으로 상승해 고점을 높이며 70pt대, 80pt대에 진입할 가능성을 현 시점에서 상정하는 것 역시 쉽지 않아 보인다. 긍정적으로 보더라도 가파른 상승보다는 횡보 정도로 경로를 예상하는 것이 합리적일 듯 하다.

이 같은 관점에서 보면, 그림에 제시된 바와 같이 구리 가격과 제조업 지수 간에는 매우 높은 상관성이 존재한다는 점이 쉽게 받아들여 진다. ISM 제조업 지수의 상승 탄력이 둔화되고 있다는 것은 언급되고 있는 다양한 구리 가격의 수요측면의 상승 동인 중 적어도 한가지는 둔화되는 것으로 해석해 볼 수 있다. 더불어 공급 측면의 제약도 지난 해에 비해서 악화보다는 개선될 가능성이 높다.

이 같은 생각은 비단 구리만이 아니라 전반적인 산업 금속, 혹은 원자재 가격으로 넓혀서 적용해 보아도 크게 무리가 없을 것으로 판단된다. 물론 각 원자재 별로 정도의 차이는 나타날 수 있겠으나 연초 나타났던 이례적인 속도의 상승세는 다소 둔화될 가능성을 생각해 볼 필요가 있을 듯 하다. 그리고 이는 PPI를 중심으로 한 가파른 물가 상승의 속도를 기존에 비해 둔화시키는 요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단된다.

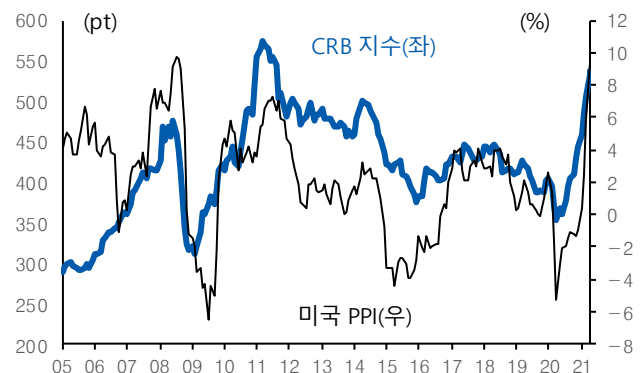
결론적으로 하반기 글로벌 수요의 회복 강도에 따라 차이는 있겠지만 적어도 현재 시점에서 상정할 수 있는 합리적인 인플레이션과 매크로 지표들의 회복 경로는 증감률이 2분기 중 고점을 형성하고 기존에 비해 낮아지는 모습, 하지만 지수의 레벨 자체는 비교적 높은 수준을 유지 하는 흐름 정도를 상정해 보는 것이 타당하다고 볼 수 있다. 다시 말하자면, 물가 지표의 가파른 상승이 주는 속도 측면에서의 모멘텀 둔화가 불가피해지는 시점이라는 표현도 가능하다. 이 같은 관점에서 보면, 투자 전략 측면에서도 가격 모멘텀보다 산업이나 기업의 수요에 대한 확신이 보다 강하게 존재하는 방향으로 선택지를 좁혀 갈 필요성이 대두되는 시점이라고 판단한다.

일반 원자재 가격으로 범위를 넓혀보아도 경제의 소순환 사이클과 밀접한 연관성



자료: 유안타증권 리서치센터

원자재 가격의 상승 탄력이 둔화될 경우 가파른 PPI 상승세도 영향을 받을 것

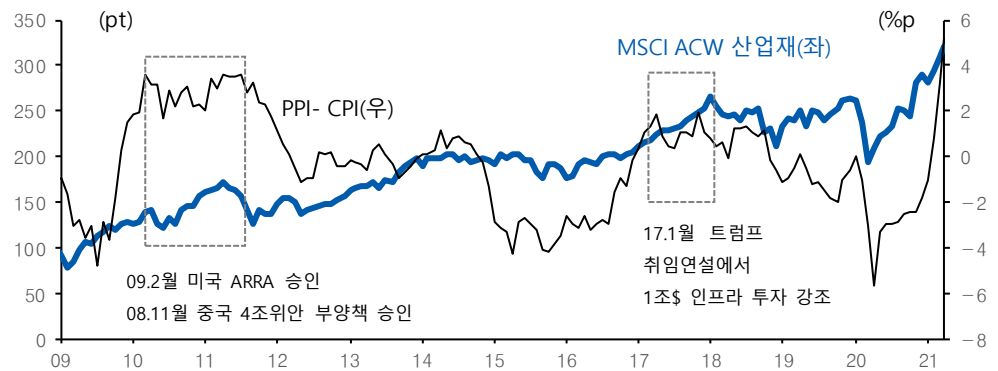


자료: 유안타증권 리서치센터

참고로 과거의 유사한 상황들을 한번 생각해 보자. 2010~11년 그리고 2017~18년이 현재와 어느정도 유사성을 찾을 수 있다는 생각이다. 아래 그림의 박스 부분이다. 부연하자면, 해당 시기는 가파르게 상승하던 원자재 가격이 둔화되고 여기에 연동되고 있던 PPI 중심의 인플레이션 상승세가 다소 느려지기 시작한 국면이다. 더불어 G2의 정책 모멘텀이 발현되거나 기대감이 고조되던 시점이다.

2010~11년의 경우 미국의 ARRA 와 중국의 4조위안이 집행되던 시점(각 정책의 발표는 08~09년에 이루어 졌으나, 실질적으로 두 나라의 투자 증가율이 급증한 시점은 10~11년)이었으며 2017~18년은 트럼프의 1조\$ 이상 인프라 투자 정책에 대한 기대감이 상존하고 있는 시점이었다. 당시 가격 지표의 상승이 주는 모멘텀의 정점은 이미 통과한 상황이지만, 정책 모멘텀 등의 지지에 따른 수요 지속에 대한 기대감이 유지되면서 산업재 섹터의 강세 흐름은 상당기간 지속되는 모습을 보인 것으로 볼 수 있다.

PPI 중심으로 진행된 가파른 인플레이션 상승 모멘텀이 둔화되는 구간, 수요에 대한 기대가 유지되는 산업재 섹터가 양호한 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

가격 모멘텀 중심으로 접근할 경우 원자재 가격의 상승 둔화에 대한 부담이 존재



자료: 유안타증권 리서치센터

원자재 가격이 무너지는 상황이 아니라면, 수요 기대가 유효한 업종은 견조



자료: 유안타증권 리서치센터

결국 향후 시장에 접근하기 위한 전략을 수립하는데 있어 수요 지속에 대한 기대가 유효한 지 여부가 매우 중요한 기준이 될 수 있다. 현 시점에서 생각해 볼 수 있는 투자 전략은 똑같이 원자재 가격 고공 행진을 향유할 수 있다고 하더라도, 가격 지표 자체에 대한 민감도가 높은 소재 섹터 기업들보다 산업재 섹터 같은 대상에 관심도를 높이는 것이 될 수 있다. 여기서 다루어 본 내용과 같이 미국의 주택을 중심으로 한 건설 시장의 호조가 기대되는 상황이라고 한다면 건설 기계 업종에 대한 관심이 유효할 수 있을 듯 하다.

미국 건설 경기에 주안점을 둔 IDEA

앞서 내용들을 통해 미국의 건설 경기가 호조를 보이고 있으며 이 같은 흐름이 단기에 끝날 것 같지는 않다는 내용에 대해 살펴 봤다. 이 부분에 주안점을 둔 아이디어도 생각해 볼 필요가 있을 듯 하다.

다시 목재 가격으로 돌아가서 보면, 목재라는 포괄적인 범위에서의 가격 상승이 나타나고 있지만, 조금 세부적으로 들어가 보면 종류 별로 상승 강도의 차이가 발생하고 있다. 목재는 크게 연목재와 경목재로 구분된다. 연목재(soft lumber)는 일반적으로 소나무나 전나무와 같은 침엽수류에서 얻어지는 목재를 의미하고 경목재(hard lumber)는 느티나무, 오동나무 등에서 추출되는 목재이다.

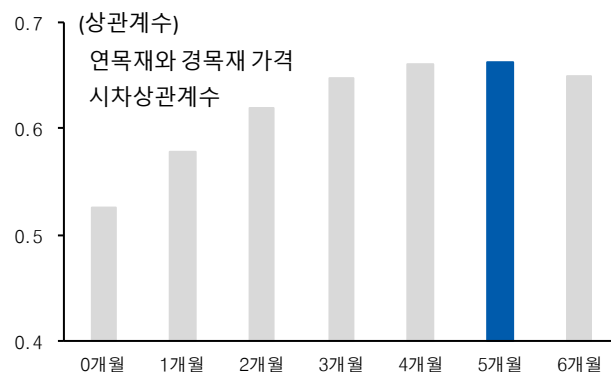
예시로 든 나무들의 이름에서 쉽게 유추해 낼 수 있는 바와 같이 경목재는 목질이 단단하고 무늬가 아름답다는 특징을 가지고 있어 가구나 인테리어 등에 주로 활용된다. 연목재의 경우 표면 강도가 약하지만 무게에 비해 강도가 좋은데다 길고 곧게 자라는 성질을 가지고 있어서 토목공사나 건축물의 골격 등에 많이 활용된다. 최근의 가격 흐름은 연목재의 가격 흐름이 보다 우위에 있는 것으로 나타나고 있다.

각 구분 별 대표적인 목재와 이들의 일반적인 사용처

연목재(침엽수)		경목재(활엽수)	
종류	사용처	종류	사용처
소나무	토목/건축 구조재, 비계, 파일 등	오동 나무	가구, 창호, 장식재
잣나무	토목/건축 구조재, 교량, 전주 등	느티 나무	실내장식, 악기, 가구
삼나무	선박, 건축 등	감나무	건축재, 가구재, 조각재
육송	지붕틀, 보, 바닥널, 말뚝 등	작나무	수장재, 가구재, 장식재

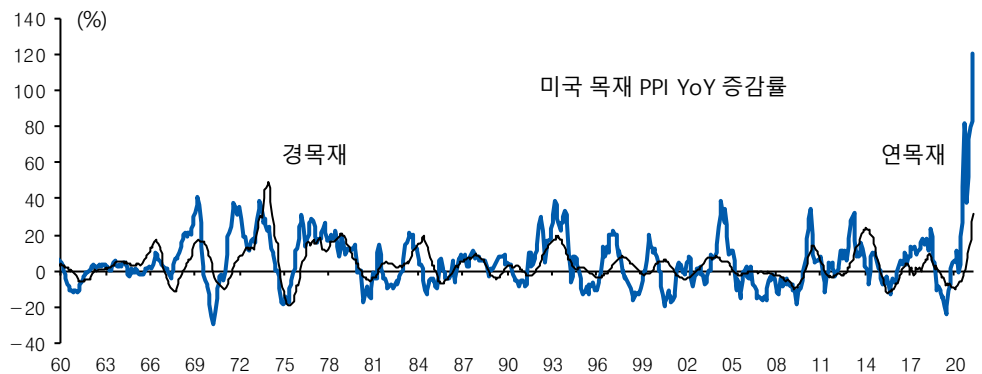
자료: 유안타증권 리서치센터

연목재가격과 경목재 가격 간에는 약 5개월 기량의 시차가 존재



자료: 유안타증권 리서치센터

전반적으로 같은 움직임을 보이지만, 연목재 가격이 올라가고 나면 경목재 가격이 뒤따르는 경향이 존재

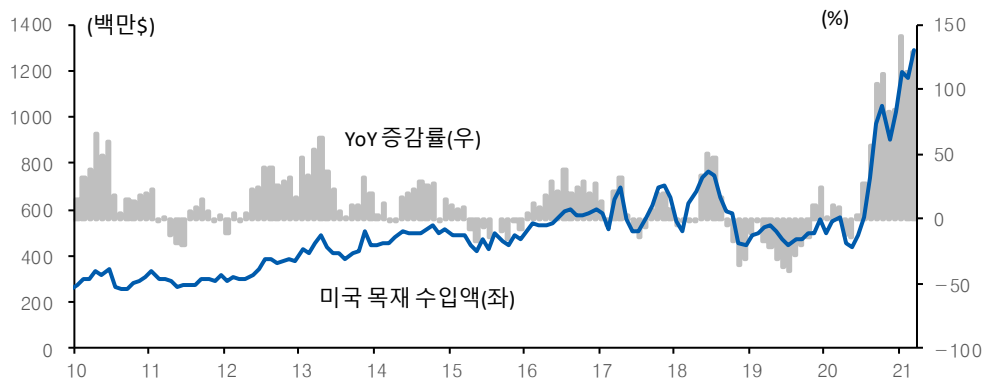


자료: 유안타증권 리서치센터

하지만 이 두 목재의 가격은 그림에서 확인되는 바와 같이 따로 움직이는 것이 아니라 선행성과 후행성을 보이면서 함께 움직이는 경향이 있다. 상관계수를 구해 보면 약 4~5개월의 시차를 두고 연목재 가격이 먼저 움직인 뒤 경목재 가격이 뒤따르는 것으로 나타나고 있다. 주택 건설의 공정 진행이라는 관점에서 보면, 기초와 외부 공사 진행 시 수요가 많은 연목재가 선행성을 보이게 되고, 이후 내부 공사 및 인테리어 등에 대한 수요들도 발생하면서 경목재에 대한 수요로 확산되는 과정을 생각해 볼 수 있을 듯 하다.

앞서 살펴 본 바와 같이 허가에 이어 본격적인 착공이 진행되기 시작했고, 이를 반영한 연목재 가격의 본격적인 상승이 확인 된 상황이다. 그림에서 확인되는 바와 같이 최근에는 경목재의 가격 상승도 본격적으로 나타나기 시작했다. 이 같은 상황들을 종합해 볼 때 주택 건설 사이클의 본격적인 진행과 더불어 목재의 수요가 더 폭넓게 확산되는 단계에 진입하고 있는 것으로 생각해 볼 수 있을 듯 하다.

미국의 목재 수요 증가에 따라 목재 수입 역시 가파르게 증가하는 모습



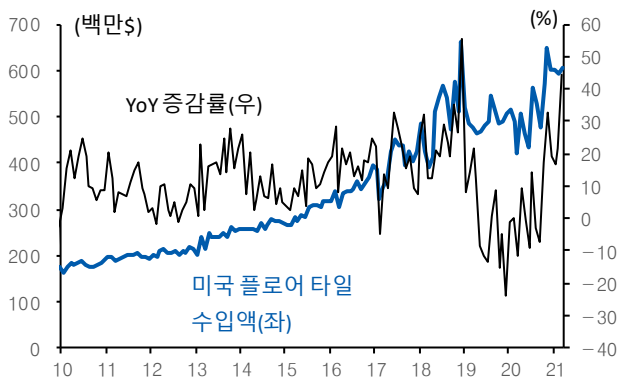
자료: 유안타증권 리서치센터

같은 맥락에서 미국의 항목별 수입 데이터도 참고해 볼 필요가 있다. 지금까지 살펴 본 내용들을 고려할 때, 미국의 목재 수요 증가에 따른 수입 수요가 크게 증가할 것임은 충분히 예상해 볼 수 있는 사안이다. 실제로 미국의 월 평균 목재 수입액은 2011년 이후 평균 5억 달러를 조금 넘는 수준이지만, 지난 4분기와 올해 1분기 평균 수입 금액은 11억 달러를 넘어서고 있다.

한편, 최근 미국의 목재나 주택 건설 사이클과 관련된 제품의 수입 부문이 확산되는 움직임도 확인되고 있다. 플로어 타일 등 인테리어어 부문에 사용되는 제품군의 수입도 본격적으로 증가하는 모습을 보이기 시작했다. 또, 목재 측면에서는 가구류의 수입 역시도 빠르게 증가하는 모습을 그림을 통해 확인할 수 있다.

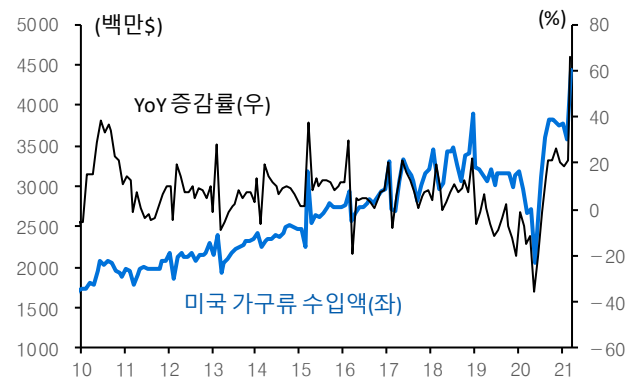
결론적으로 미국의 목재 수요가 주택 건설 사이클을 바탕으로 확산되어가는 단계에 진입하는 것으로 볼 수 있을 듯 하다. 이미 긍정적인 요인들을 반영하면서 움직인 목재 가격이 주는 모멘텀이 어느 정도나 지속될 수 있을지를 예상하기는 힘들다. 올해 들어서만 +90% 이상의 가격 상승을 경험한 상태인 만큼 언제 변동성이 확대된다 해도 이상할 것이 없어 보인다. 하지만 적어도 그 근간이 되는 수요는 상당기간 견조하게 유지될 개연성이 높다는 측면에 보다 주목할 필요가 있다고 판단된다. 전자재 업종 그리고 미국 목재 시장에서 직접적으로 사업을 영위하고 있는 기업 등에 대한 투자 아이디어를 생각해 볼 필요가 있다고 판단된다.

인테리어에 쓰이는 건자재들의 수입 역시도 증가세를 보이는 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

최근 미국의 가구류 수입도 급증세를 보이고 있는 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

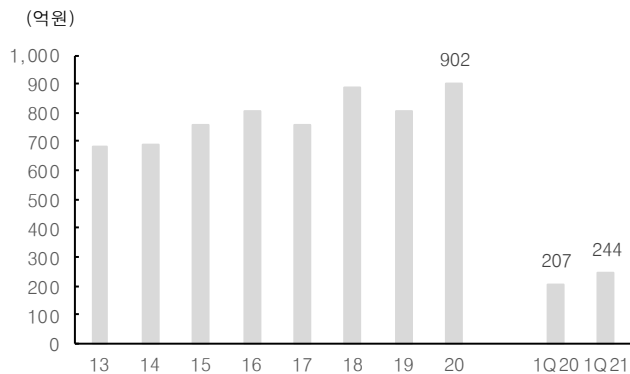
미국의 목재 수요와 건설 Cycle, 전자재업종 수혜 분석

국내 전자재 업종 내에서는 미국 주택경기 회복과 가구 수입 증가와 맞물려 목재 사업을 영위하고 있는 이견산업과 동화기업의 수혜를 전망한다.

이견산업(008250, KS)은 칠레에서 합판을 제조/판매하는 Eagon Lautaro S.A(이하 ELA, 지분 100%)법인의 괄목할만한 실적 개선이 예상된다. 2021년 1분기 칠레 법인(ELA) 영업이익은 2020년 연간 실적을 상회했으며 순이익은 2020년 실적의 약 두 배를 달성했다. 이는 전체 매출의 50%를 상회하는 칠레 내수(40%)및 미국(15%~20%) 판매 호조와 판가 상승 효과에 기인한다.

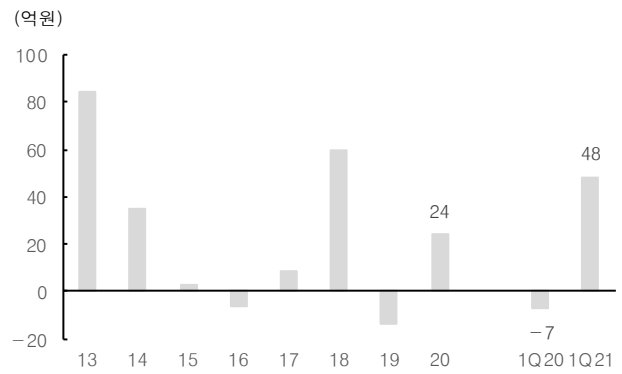
동화기업(025900, KQ)은 미국 가구 수입 증가에 따라 베트남 내 미국향 가구 수출상 수요 확대와 상대적으로 판가가 높은 친환경 등급(E0 이상)의 MDF(Medium Density Fiberboard) 판매 비중 증가 효과가 반영될 전망이다. 2021년, 기존 베트남 남부 지역의 마진율 개선과 함께 신규 북부 지역 설비 준공으로 관련 실적 개선 흐름은 보다 뚜렷해 질 전망이다.

이견산업 칠레법인 매출액 추이



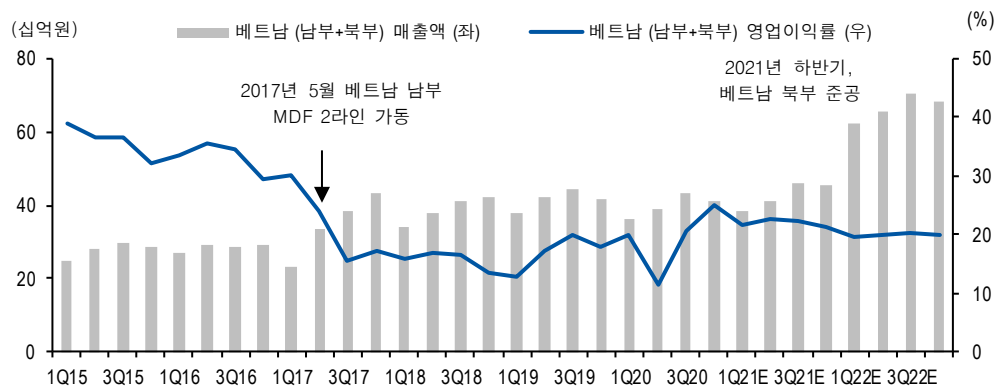
자료: 유안타증권 리서치센터

이견산업 칠레법인 당기순이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 베트남(남부+북부) 관련 실적



자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 목재기업 Valuation Table

		이건산업	동화기업	성창기업지주	한솔홈데코	SUN&L	Weyerhaeuser	PotlatchDeltic	Interfor
		한국	한국	한국	한국	한국	미국	미국	캐나다
현재주가(원)		14,250	70,200	3,270	2,220	7,000	38	60	35
시가총액(십억원)		156	1,418	228	179	88	29	4	2
주가수익률(%)	1D	7.5	6.4	4.3	-2.8	2.2	0.5	0.8	-0.2
	1M	23.4	-2.6	28.7	0.0	13.6	-2.6	-2.3	2.4
	3M	35.7	20.6	42.2	6.0	56.8	9.8	12.0	21.2
	6M	56.3	80.2	64.7	5.5	54.9	30.5	37.5	92.5
P/E(배)	2018A	15.8	9.5	-	9.4	-	18.1	14.0	7.6
	2019A	101.8	10.7	-	-	-	79.0	53.8	-
	2020A	67.7	38.0	19.4	306.4	-	26.0	14.0	5.3
	2021E	-	31.6	16.7	-	-	12.2	9.7	2.5
	2022E	-	23.7	13.4	-	-	26.2	26.7	7.9
P/B(배)	2018A	0.6	0.7	0.3	0.7	0.3	1.8	1.6	1.0
	2019A	0.4	0.6	0.2	0.6	0.2	2.8	2.4	1.2
	2020A	0.7	1.6	0.3	1.1	0.3	2.9	2.6	1.5
	2021E	-	2.2	-	-	-	2.9	2.4	1.2
	2022E	-	2.0	-	-	-	3.1	2.3	1.0
ROE(%)	2018A	3.7	7.0	-1.6	7.4	-3.0	8.3	16.2	12.2
	2019A	0.4	5.3	-2.1	-2.9	-15.8	-0.9	4.4	-11.5
	2020A	1.0	4.3	1.0	0.4	-4.3	9.4	13.2	29.3
	2021E	-	7.7	2.5	-	-	20.9	24.9	43.4
	2022E	-	9.2	3.1	-	-	9.6	-	8.9
EV/EBITDA	2018A	6.4	6.4	114.4	10.0	13.0	11.5	10.1	3.4
	2019A	8.9	8.5	22.7	21.0	168.9	17.7	21.7	21.0
	2020A	11.4	12.9	10.6	23.4	14.6	12.9	10.6	2.8
	2021E	-	12.3	-	-	-	8.0	6.4	1.1
	2022E	-	10.3	-	-	-	14.3	13.6	2.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 조병현, 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

이건산업 (008250)

제지

김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com



투자 의견 Not Rated (I)

목표주가 -

현재주가 (5/14) 14,250원

상승여력 -

시가총액	1,561억원
총발행주식수	10,952,635주
60일 평균 거래대금	52억원
60일 평균 거래량	430,188주
52주 고	14,900원
52주 저	5,730원
외인지분율	4.58%
주요주주	박승준 외 4 인 35.68%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	33.8	33.8	148.7
상대	35.0	31.6	51.8
절대(달러환산)	32.4	31.2	170.6

이건 놓치지 말고 매수해야 할 종목

이건산업, 목재 중심의 사업구조 보유

이건산업은 합판, 마루사업을 중심으로 한 목재사업과 조림 및 에너지 사업을 영위하고 있다. 사업부문별 매출 비중은 목재 부문이 80% 이상을 차지하고 있으며 목재 사업에는 이견산업(별도) 국내 실적과 칠레법인(Eagon Lautaro S.A, 이하 ELA)을 포함하고 있다. 그 외에 솔로몬 군도에서의 해외 조림사업과 자회사인 이견에너지를 통해 집단에너지사업을 영위하고 있다. 최대주주는 이견홀딩스(34.2%)로 특수관계인 지분을 포함하면 약 35.7%에 이른다.

미국 주택 경기 회복의 수혜, 칠레 법인의 괄목할만한 실적

2021년, 칠레법인(ELA, 지분 100%)의 괄목할만한 이익 성장은 동사의 명확한 투자포인트가 될 것으로 예상된다. ELA의 매출 비중은 칠레 40%, 유럽 30%, 미국 15~20% 수준으로 알려져 있으며 미국 목재 수요 폭증과 칠레 시장 확대의 수혜가 전사 실적을 견인할 전망이다.

2021년 1분기, 기 발표한 이견산업(별도) 영업이익은 수입산 위주의 합판 시장 구조와 분양 증가 및 마감재 성격의 마루 판매 시차 등으로 전년동기대비 11억원 감소했다. 반면, 칠레법인을 포함한 목재 부문 영업이익은 전년동기대비 개선된 실적을 시현했다. [23억원(1Q20) → 68억원(1Q21)]. 2021년 1분기, ELA 영업이익은 2020년(50억원) 실적을 상회한 57억원을 기록하며 큰 폭의 개선을 나타냈다. ELA 당기순이익 역시 이미 2020년 실적의 두 배에 달하는 48억원을 기록했다. 6월 중 미국향 목재 가격의 추가 인상 가능성은 실적 기대감을 보다 높이는 요인이 될 전망이다.

전 사업부문의 실적 개선과 모멘텀, 적극적 매수전략 유효

2021년, 동사의 실적은 칠레법인을 중심으로 한 목재 사업의 괄목할만한 이익 성장을 비롯해 전 사업 부문의 개선 효과가 반영될 전망이다. 2020년 4분기, COVID-19에 기인한 약 70억원 규모의 조림자산 평가손실(영업이익단 반영)로 낮아진 실적 기저의 조림 부문과 에너지 부문의 실적 회복 역시 이어질 전망이다. 창사 최대 연간 영업이익 달성(300억원 중반 추정)을 통한 실적 기대감과 해외 목재 사업 모멘텀 감안 시, 현 시가총액(1,561억원) 수준에서의 적극적 매수 전략이 필요한 시점으로 판단한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (월)	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	2,987	3,396	2,797	2,569
영업이익	160	237	96	58
지배순이익	53	62	8	17
PER	17.1	18.3	130.1	47.5
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.6	6.4	9.7	9.6
ROE	3.4	3.7	0.4	1.0

자료: 유안타증권

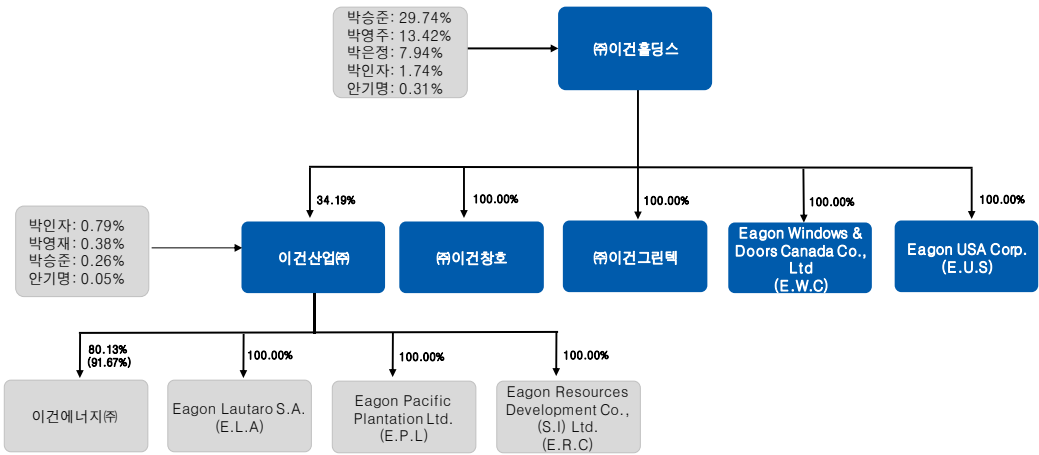
이건산업 분기 실적 요약

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21
매출액 (연결)	618	739	632	808	2,797	609	699	658	603	2,569	614
- 목재	575	685	580	723	2,563	565	673	639	569	2,446	561
- 조림	31	35	35	101	202	30	47	23	42	142	34
- 에너지	80	79	69	66	294	78	60	52	67	256	71
- 연결조정	-69	-60	-52	-81	-262	-64	-81	-56	-74	-275	-52
- 이견산업 (별도)	354	472	399	533	1,759	358	459	408	319	1,544	317
- 연결자회사	263	267	233	275	1,038	251	240	249	284	1,025	298
매출원가 (연결)	519	620	561	748	2,448	505	598	556	586	2,245	461
- 이견산업 (별도)	331	427	361	474	1,593	306	406	368	287	1,367	278
- 연결자회사	188	193	200	274	855	199	193	188	298	878	183
% 매출원가율 (연결)	84%	84%	89%	92%	88%	83%	86%	85%	97%	87%	75%
- 이견산업 (별도)	93%	91%	91%	89%	91%	86%	88%	90%	90%	89%	88%
- 연결자회사	71%	72%	86%	100%	82%	79%	80%	76%	105%	86%	62%
매출총이익 (연결)	99	119	70	61	349	104	101	102	17	324	153
- 이견산업 (별도)	24	45	38	59	165	52	53	41	31	177	39
- 연결자회사	76	74	33	1	184	52	48	61	-14	147	114
판매비 (연결)	66	62	63	62	253	64	67	64	70	266	61
% 판매비율	10.6%	8.4%	10.0%	7.7%	9.0%	10.5%	9.6%	9.8%	11.6%	10.3%	10.0%
영업이익 (연결)	34	57	7	-1	96	40	34	37	-53	58	92
- 목재	5	27	-7	25	50	23	23	25	32	103	68
- 조림	4	10	2	-27	-10	-4	4	13	-88	-75	9
- 에너지	24	20	11	0	56	20	7	1	7	35	14
- 연결조정	0	0	0	0	1	1	0	-1	-4	-5	0
- 이견산업 (별도)	-7	17	7	26	43	23	20	12	-2	53	12
- 연결자회사	41	40	0	-28	53	17	14	25	-50	6	81
영업이익률 (연결)	5.4%	7.7%	1.1%	-0.2%	3.4%	6.6%	4.8%	5.7%	-8.7%	2.3%	15.0%
- 목재	0.9%	3.9%	-1.3%	3.4%	1.9%	4.1%	3.4%	3.8%	5.6%	4.2%	12.2%
- 조림	12.7%	29.1%	7.1%	-26.5%	-5.0%	-13.8%	8.3%	58.1%	-209.7%	-52.7%	27.3%
- 에너지	30.0%	25.3%	16.6%	0.2%	18.9%	25.9%	11.2%	2.0%	10.3%	13.6%	20.2%
- 이견산업 (별도)	-2.0%	3.7%	1.6%	5.0%	2.5%	6.4%	4.3%	2.9%	-0.7%	3.4%	3.7%
- 연결자회사	15.4%	14.9%	0.2%	-10.1%	5.1%	6.7%	5.7%	10.2%	-17.7%	0.6%	27.1%

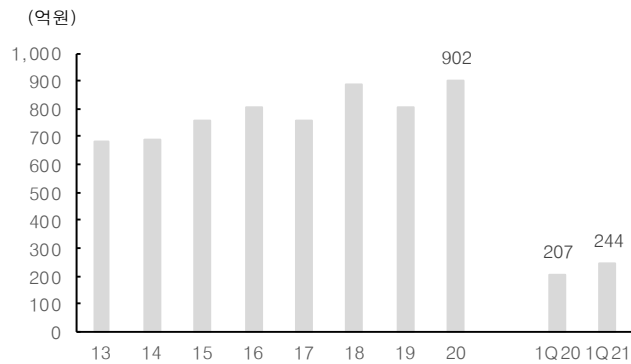
주 : 유안타증권 리서치센터

㈜이건홀딩스 지배구조



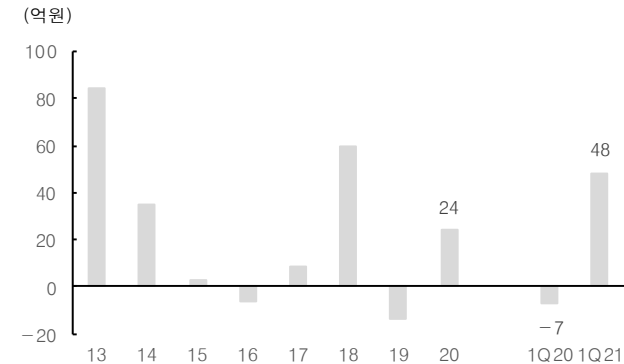
자료: 유안타증권 리서치센터
주: 계열회사간 상호 지분관계는 우선주를 포함한 지분율이며, ()는 우선주를 제외한 보통주 지분율임

이건산업 칠레법인(ELA) 매출액 추이



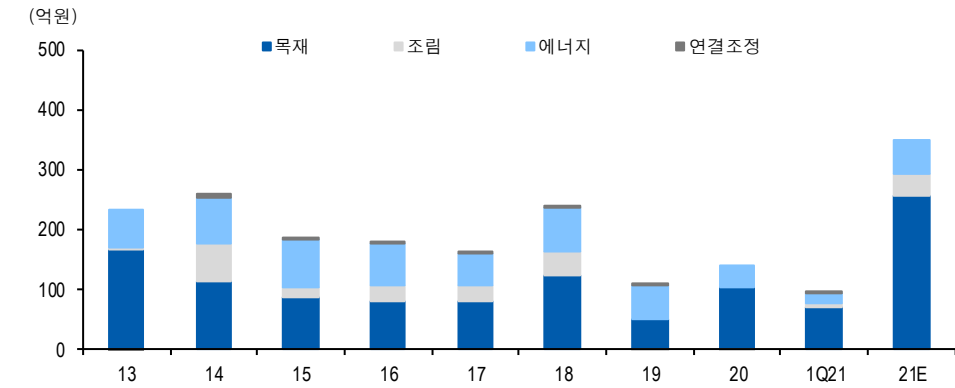
자료: 유안타증권 리서치센터

이건산업 칠레법인(ELA) 당기순이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

이건산업 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 목재기업 Valuation Table

		이건산업	동화기업	성창기업지주	한솔홈데코	SUN&L	Weyerhaeuser	PotlatchDeltic	Interfor
		한국	한국	한국	한국	한국	미국	미국	캐나다
현재주가(원)		14,250	70,200	3,270	2,220	7,000	38	60	35
시가총액(십억원)		156	1,418	228	179	88	29	4	2
주가수익률(%)	1D	7.5	6.4	4.3	-2.8	2.2	0.5	0.8	-0.2
	1M	23.4	-2.6	28.7	0.0	13.6	-2.6	-2.3	2.4
	3M	35.7	20.6	42.2	6.0	56.8	9.8	12.0	21.2
	6M	56.3	80.2	64.7	5.5	54.9	30.5	37.5	92.5
P/E(배)	2018A	15.8	9.5	-	9.4	-	18.1	14.0	7.6
	2019A	101.8	10.7	-	-	-	79.0	53.8	-
	2020A	67.7	38.0	19.4	306.4	-	26.0	14.0	5.3
	2021E	-	31.6	16.7	-	-	12.2	9.7	2.5
	2022E	-	23.7	13.4	-	-	26.2	26.7	7.9
P/B(배)	2018A	0.6	0.7	0.3	0.7	0.3	1.8	1.6	1.0
	2019A	0.4	0.6	0.2	0.6	0.2	2.8	2.4	1.2
	2020A	0.7	1.6	0.3	1.1	0.3	2.9	2.6	1.5
	2021E	-	2.2	-	-	-	2.9	2.4	1.2
	2022E	-	2.0	-	-	-	3.1	2.3	1.0
ROE(%)	2018A	3.7	7.0	-1.6	7.4	-3.0	8.3	16.2	12.2
	2019A	0.4	5.3	-2.1	-2.9	-15.8	-0.9	4.4	-11.5
	2020A	1.0	4.3	1.0	0.4	-4.3	9.4	13.2	29.3
	2021E	-	7.7	2.5	-	-	20.9	24.9	43.4
	2022E	-	9.2	3.1	-	-	9.6	-	8.9
EV/EBITDA	2018A	6.4	6.4	114.4	10.0	13.0	11.5	10.1	3.4
	2019A	8.9	8.5	22.7	21.0	168.9	17.7	21.7	21.0
	2020A	11.4	12.9	10.6	23.4	14.6	12.9	10.6	2.8
	2021E	-	12.3	-	-	-	8.0	6.4	1.1
	2022E	-	10.3	-	-	-	14.3	13.6	2.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이건산업 (008250) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	2,903	2,987	3,396	2,797	2,569
매출원가	2,451	2,555	2,901	2,448	2,245
매출총이익	453	432	495	349	324
판관비	275	272	258	253	266
영업이익	178	160	237	96	58
EBITDA	299	283	359	237	206
영업외손익	-151	-61	-117	-65	-43
외환관련손익	-12	15	-19	-13	4
이자손익	-96	-64	-56	-52	-41
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-42	-13	-41	1	-6
법인세비용차감전순이익	27	99	120	31	15
법인세비용	23	44	55	21	-2
계속사업순이익	5	54	65	10	17
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	54	65	10	17
지배지분순이익	6	53	62	8	17
포괄순이익	31	-63	118	49	-37
지배지분포괄이익	33	-64	114	47	-37

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	356	416	337	80	160
당기순이익	5	54	65	10	17
감가상각비	120	122	121	140	146
외환손익	20	12	1	-2	9
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	25	38	-38	-162	-11
기타현금흐름	186	189	188	94	-1
투자활동 현금흐름	-208	-52	-81	-47	-89
투자자산	-11	43	-1	25	-30
유형자산 증가 (CAPEX)	-210	-98	-67	-81	-35
유형자산 감소	9	0	1	3	7
기타현금흐름	4	3	-15	6	-31
재무활동 현금흐름	-100	-438	-182	-106	-113
단기차입금	212	-143	43	0	0
사채 및 장기차입금	-236	-212	-148	-11	-65
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-14	-22	-23	-23	-21
기타현금흐름	-62	-62	-53	-71	-26
연결범위변동 등 기타	3	-10	2	3	-4
현금의 증감	50	-84	76	-70	-45
기초 현금	166	217	132	208	138
기말 현금	217	132	208	138	93
NOPLAT	32	88	128	31	65
FCF	146	318	270	-1	124

자료: 유안타증권

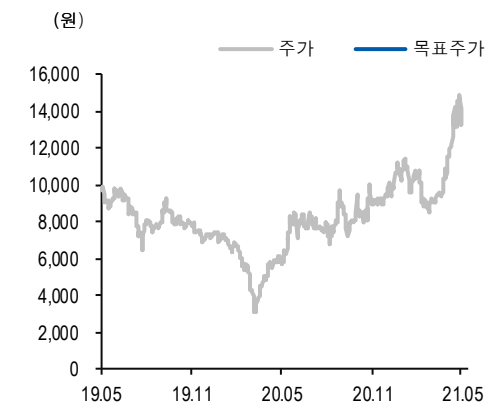
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	1,329	1,211	1,166	998	840
현금및현금성자산	217	132	208	138	93
매출채권 및 기타채권	505	587	419	454	346
재고자산	510	436	484	381	335
비유동자산	3,385	3,182	3,176	3,228	2,993
유형자산	2,423	2,283	2,218	2,259	1,954
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	20	22	23	20	57
자산총계	4,714	4,393	4,342	4,226	3,832
유동부채	1,969	1,790	1,666	1,542	1,189
매입채무 및 기타채무	544	642	575	442	299
단기차입금	900	853	879	845	612
유동성장기부채	490	242	158	178	221
비유동부채	1,123	1,070	871	899	918
장기차입금	608	415	373	354	461
사채	0	90	0	0	0
부채총계	3,093	2,859	2,537	2,441	2,107
지배지분	1,603	1,523	1,791	1,785	1,725
자본금	469	469	548	548	548
자본잉여금	13	13	116	106	106
이익잉여금	1,093	1,135	1,185	1,172	1,168
비지배지분	18	10	13	0	0
자본총계	1,621	1,533	1,805	1,785	1,725
순차입금	1,706	1,503	1,173	1,279	1,187
총차입금	1,998	1,665	1,410	1,429	1,323

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	68	570	637	71	154
BPS	17,113	16,514	16,661	16,664	16,138
EBITDAPS	3,192	3,022	3,695	2,165	1,882
SPS	30,975	31,863	34,988	25,534	23,459
DPS	150	250	200	200	200
PER	171.2	17.1	18.3	130.1	47.5
PBR	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.4	8.6	6.4	9.7	9.6
PSR	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액 증가율 (%)	8.4	2.9	13.7	-17.6	-8.1
영업이익 증가율 (%)	-3.9	-10.2	48.0	-59.4	-39.4
지배순이익 증가율 (%)	-62.0	734.0	15.8	-87.4	115.8
매출총이익률 (%)	15.6	14.5	14.6	12.5	12.6
영업이익률 (%)	6.1	5.4	7.0	3.4	2.3
지배순이익률 (%)	0.2	1.8	1.8	0.3	0.7
EBITDA 마진 (%)	10.3	9.5	10.6	8.5	8.0
ROIC	1.1	3.2	4.9	1.2	2.6
ROA	0.1	1.2	1.4	0.2	0.4
ROE	0.4	3.4	3.7	0.4	1.0
부채비율 (%)	190.8	186.5	140.6	136.8	122.2
순차입금/자기자본 (%)	105.3	98.0	65.0	71.7	68.8
영업이익/금융비용 (배)	1.7	2.5	4.0	1.8	1.4

이건산업 (008250) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-17	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

동화기업 (025900)

건자재

김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com



투자의견	BUY (M)
목표주가	94,000원 (U)
현재주가 (5/14)	70,200원
상승여력	34%

시가총액	14,181억원
총발행주식수	20,201,177주
60일 평균 거래대금	109억원
60일 평균 거래량	169,755주
52주 고	82,300원
52주 저	24,000원
외인지분율	43.22%
주요주주	DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 12 인 69.58%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.8	20.0	181.9
상대	7.9	19.7	101.4
절대(달러환산)	1.7	17.7	206.8

급격한 목재 시황 개선, 성장성 부각

미국 주택경기 회복 및 가구 수입 증가, 베트남 실적 성장 전망

동사의 베트남 MDF(Medium Density Fiberboard, 중밀도섬유판) 사업은 Vietnam Rubber Group과 베트남 남부 지역의 JV(VRG Dongwha, 지분 51%) 설립 이래 성장세를 이어왔다. 2021년에는 베트남 북부(Dongwha Vietnam, 지분 100%) 신규 설비 준공으로 2022년 베트남 목재 사업 실적은 보다 뚜렷한 개선을 나타낼 전망이다.

동사가 베트남 내에서 생산하는 MDF는 대리점 유통경로를 거쳐 판매되는 구조로 수요처별 판매 비중을 정확하게 구분하기 어렵다. 다만, VRG Dongwha의 높은 이익률 달성 배경에는 1) 베트남 내 미국향 가구 수출상 수요 증가와 2) 미국향 가구 제조에 요구되는 상대적으로 고가의 친환경 등급(E0 이상) 판매 비중이 높기 때문이다. 미국 주택경기 회복 및 가구 수입 증가는 MDF 수요 확대와 맞물려 베트남 목재 실적 성장으로 이어질 전망이다.

국내 목재사업 역시 긍정적, 실적 성장성 부각

2021년 실적은 국내, 베트남 목재사업의 성장으로 매출액 9,446억원(+26.8%, YoY), 영업이익 1,121억원(+67.8%, YoY)을 시현할 것으로 추정한다. 베트남 실적 성장에 더해 국내 보드(PB, MDF 등) 사업 역시 전반적인 가구 수요 확대와 판가 하락의 원인이었던 증저가 수입물량 소진으로 P, Q의 개선 효과가 동시에 반영될 전망이다. 유가 상승에 기인한 화학 원재료 상승에도 불구하고, 목재 원재료 안정화로 보드 사업의 Spread 개선 효과는 유효할 전망이다. 동화일렉트로라이트 영업이익은 1분기 BEP 수준에서 점차 개선 흐름을 이어갈 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 94,000원으로 57% 상향 제시

동화기업에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 60,000원에서 94,000원으로 57% 상향 제시한다. 큰 폭의 목표주가 상향은 1) 목재 사업 시황 개선 및 건자재 업종 멀티플 상승 2) 실적 추정치 상향(2021년, 2022년 영업이익을 각각 44%, 38% 상향) 3) 동화일렉트로라이트 기업가치 조정에 기인한다. 국내+베트남에서의 본업인 목재 사업의 급격한 시황 개선과 함께 동화일렉트로라이트의 2차전지 전해액 성장을 근거로 한 동화 성장 story는 이어질 것으로 전망한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,067	13.0	8.0	1,999	3.4
영업이익	248	81.3	24.8	223	11.6
세전계속사업이익	224	291.5	70.3	175	28.2
지배순이익	105	흑전	26.1	93	12.9
영업이익률 (%)	12.0	+4.5 %pt	+1.6 %pt	11.1	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	5.1	흑전	+0.8 %pt	4.7	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	7,174	7,449	9,446	11,079
영업이익	585	668	1,121	1,352
지배순이익	277	235	491	659
PER	13.5	27.0	28.9	21.5
PBR	0.6	1.0	2.2	2.0
EV/EBITDA	8.4	10.0	11.9	10.1
ROE	5.3	4.3	8.6	10.8

자료: 유안타증권

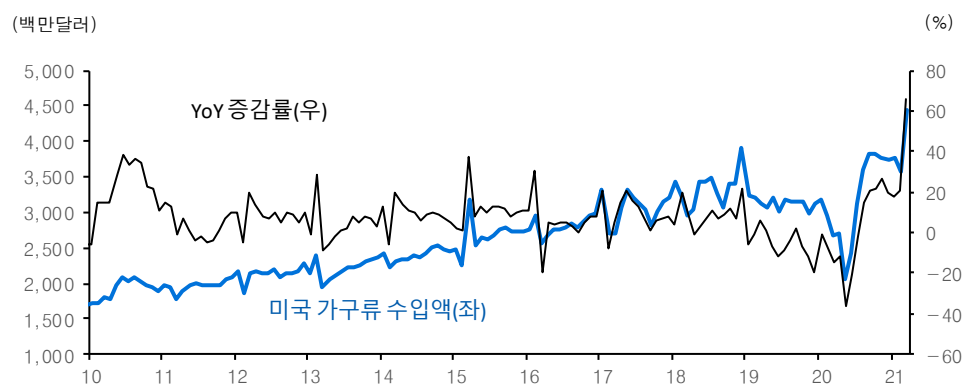
동화기업 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액 (연결)	183	180	191	191	745	207	230	237	271	945	1,108
- 소재+화학 등	134	128	133	137	532	153	166	164	195	677	716
- Dongwha Vina(베트남 실적)	36	39	43	41	160	38	41	46	46	171	267
- 동화일렉트로라이트	13	12	15	13	53	15	23	27	31	96	125
매출원가 (연결)	143	138	144	142	566	153	166	177	206	702	829
% 매출원가율	78.0%	76.6%	75.6%	74.2%	76.0%	73.9%	72.3%	74.6%	76.1%	74.3%	74.8%
매출총이익 (연결)	40	42	47	49	178	54	64	60	65	242	279
판관비 (연결)	27	28	28	30	112	29	33	32	36	130	144
% 판관비율	14.5%	15.4%	14.6%	15.4%	15.0%	14.0%	14.2%	13.7%	13.4%	13.8%	13.0%
영업이익 (연결)	14	14	19	20	67	25	31	28	29	112	135
- 소재+화학 등	6	10	8	10	34	16	20	15	15	66	70
- Dongwha Vina(베트남 실적)	7	4	9	10	31	8	9	10	10	38	53
- 동화일렉트로라이트	1	0	1	0	2	0	2	3	3	9	12
영업이익률 (연결)	7.5%	8.0%	9.8%	10.4%	9.0%	12.0%	13.5%	11.7%	10.5%	11.9%	12.2%
- 소재+화학 등	4.4%	7.5%	6.4%	7.0%	6.3%	10.6%	11.8%	9.0%	8.0%	9.7%	9.8%
- Dongwha Vina(베트남 실적)	20.0%	11.4%	20.7%	25.1%	19.4%	21.8%	22.5%	22.2%	21.2%	21.9%	19.9%
- 동화일렉트로라이트	4.7%	3.1%	8.8%	-0.1%	4.3%	2.0%	9.8%	10.0%	11.0%	9.0%	9.6%
세전이익	6	16	17	13	52	21	29	27	28	105	133
% 세전이익률	3.1%	8.7%	9.2%	6.9%	7.0%	10.0%	12.8%	11.4%	10.3%	11.1%	12.0%
지배주주순이익	-1	7	9	8	23	10	14	13	13	50	66
% 지배주주순이익률	-0.8%	4.1%	4.9%	4.3%	3.2%	4.7%	6.2%	5.5%	4.9%	5.3%	5.9%

주: 유안타증권 리서치센터

미국 가구류 수입액, YoY 증감률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 베트남 MDF 사업 관련 주요 연혁

(단위: 원, 배)

시기(YYYY.MM)	세부내용
2012.05	VRG Dongwha MDF 1공장 준공
2016.05	현 Dongwha Vietnam Trading Co 설립
2017.05	VRG Dongwha MDF 2공장 준공
2019.08	Dongwha Vietnam 투자 공시
2021.03(E)	Dongwha Vietnam 마루 공장 준공 예정
2021.09(E)	Dongwha Vietnam MDF 1공장 준공 예정

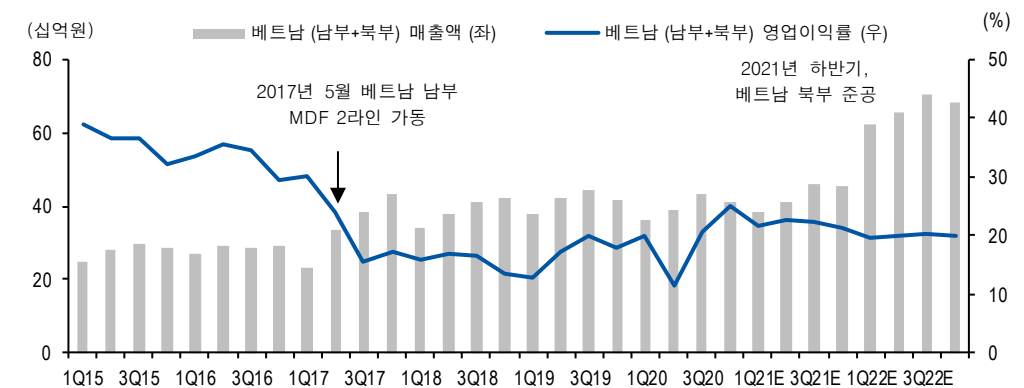
자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

동화기업 베트남 남부 vs 북부 MDF 생산 Capa 비교

항목	VRG Dongwha 1라인	VRG Dongwha 2라인	VRG Dongwha 1+2라인	Dongwha Vietnam Co
베트남 내 지역	남부	남부	남부	북부
생산 Capa (천㎡)	300	180	480	300
매출액 (억원)			1,596(2020년 기준)	880(2022년 추정)
영업이익 (억원)			310(2020년 기준)	136(2022년 추정)
영업이익률 (%)			19.4%(2020년 기준)	15.5%(2022년 추정)

자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터

분기별 Dongwha Vina 매출액/영업이익률 추이 및 전망 [베트남 VRG Dongwha MDF 연결 반영]



자료: 유안타증권 리서치센터

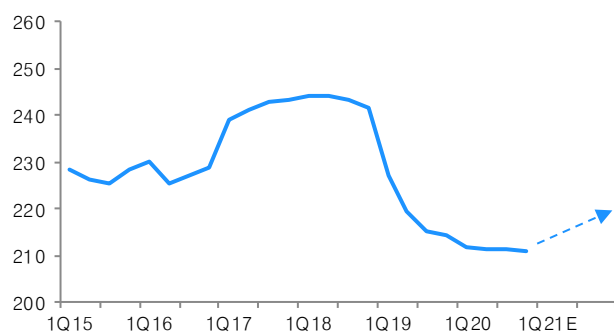
가규류 안전 · 품질표시기준

등급	폼알데하이드 방출량	비고
SE0	0.3mg/L 이하	환경부 환경마크 인증 요구 수준(0.5mg/L 이하) KC 인증 최소 안전 요구사항(1.5mg/L 이하)
E0	0.5mg/L 이하	
E1	1.5mg/L 이하	
E2	1.5mg/L 초과	

자료: 한국환경산업기술원, 유안타증권 리서치센터

PB 판매단가 추이 [분기 누계 기준]

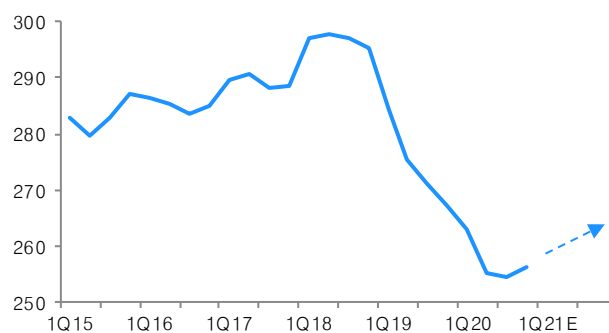
(천원/m3)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

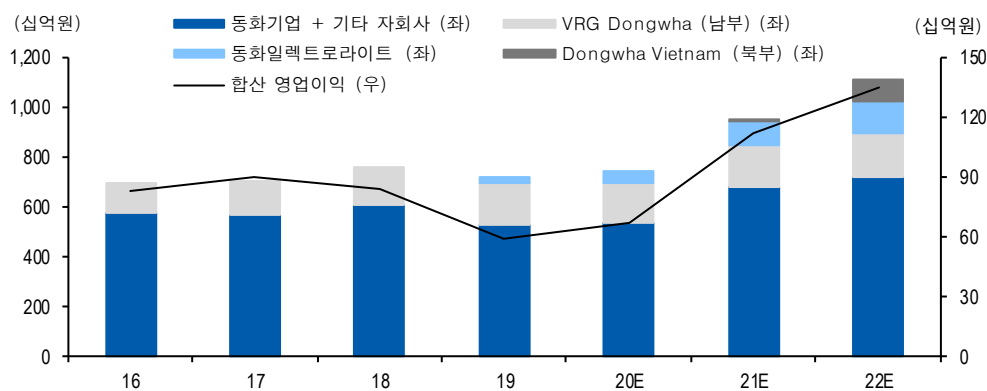
MDF 판매단가 추이 [국내+베트남, 분기 누계 기준]

(천원/m3)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

동화기업 부문별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 동화기업, 유안타증권 리서치센터 추정

동화기업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,151	
1) 소재/화학/기타 등	1,822	
- EBITDA	173	2021~2022년 추정치 평균, 동화일렉트로라이트 제외
- EV/EBITDA	10.6	건자재 주요 업체 평균, 베트남 성장성 고려 20% 할증
2).동화일렉트로라이트	329	
- EBITDA	12	2021~2022년 추정치 평균
- EV/EBITDA	28.4	국내외 2차전지 소재 Peer 평균
2. 자산가치	14	30% 할인
- 투자부동산	19	
3. 순차입금	454	2021~2022년 추정치 평균
4. 주주가치 (=1+2-3)	1,711	
- 유통주식수(주)	18,274,226	자사주
목표주가	94,000	올림 적용
현재주가	70,200	5월 14일 종가 기준
Upside	34%	

자료: 유안타증권 리서치센터

동화기업 실적 추정치 변경 요약

(단위: 십억원)

항목	신규(a)		기존(b)		차이 (a/b-1)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	945	1,108	794	947	19.0%	17.0%
영업이익	112	135	78	99	43.9%	36.1%
세전이익	103	133	73	102	39.9%	29.6%
지배주주순이익	49	66	35	51	39.6%	29.5%
영업이익률	11.9%	12.2%	9.8%	10.5%	+2.1%p	+1.7%p
세전이익률	10.9%	12.0%	9.2%	10.8%	+1.7%p	+1.2%p
순이익률	5.2%	5.9%	4.4%	5.4%	+0.8%p	+0.5%p

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 건자재 업체 Valuation Table

		동화기업	KCC	LG 하우시스	한샘	쌍용양회	아세아시멘트	한솔홈데코	성창기업지주
		한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국
현재주가(원)		70,200	340,500	104,000	105,500	7,610	138,000	2,220	3,270
시가총액(십억원)		1,418	3,026	933	2,483	3,834	538	179	228
주가수익률(%)	1D	6.4	1.5	0.0	-0.9	0.0	1.5	-2.8	4.3
	1M	-2.6	25.2	17.2	-10.2	0.0	24.3	0.0	28.7
	3M	20.6	58.4	32.3	-0.5	8.1	47.3	6.0	42.2
	6M	80.2	102.1	48.8	12.0	37.1	125.9	5.5	64.7
P/E(배)	2018A	9.5	-	-	13.2	21.8	25.8	9.4	-
	2019A	10.7	-	36.1	25.7	22.0	10.7	-	-
	2020A	38.0	2.9	-	27.7	24.3	10.7	306.4	19.4
	2021E	31.6	-	21.6	24.8	23.0	11.2	-	16.7
	2022E	23.7	-	15.2	20.8	20.5	8.7	-	13.4
P/B(배)	2018A	0.7	0.5	0.6	2.1	1.6	0.5	0.7	0.3
	2019A	0.6	0.5	0.5	1.8	1.6	0.4	0.6	0.2
	2020A	1.6	0.3	0.8	3.0	2.0	0.3	1.1	0.3
	2021E	2.2	-	1.2	3.2	2.3	0.6	-	-
	2022E	2.0	-	1.1	2.8	2.4	0.6	-	-
ROE(%)	2018A	7.0	-0.4	-5.6	16.6	7.5	2.1	7.4	-1.6
	2019A	5.3	-4.4	1.1	7.3	7.0	3.5	-2.9	-2.1
	2020A	4.3	12.8	-7.9	10.8	7.9	2.9	0.4	1.0
	2021E	7.7	-	5.1	14.0	9.9	5.7	-	2.5
	2022E	9.2	-	6.9	15.0	11.6	7.0	-	3.1
EV/EBITDA	2018A	6.4	2.4	7.6	13.0	10.1	7.7	10.0	114.4
	2019A	8.5	3.7	6.4	10.1	9.2	5.8	21.0	22.7
	2020A	12.9	3.5	5.3	11.3	9.9	6.2	23.4	10.6
	2021E	12.3	-	6.0	13.1	10.1	6.0	-	-
	2022E	10.3	-	5.5	11.2	9.4	5.1	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내외 2 차전지 소재 Valuation Table

		동화기업	에코프로비엠	포스코케미칼	천보	엘앤에프	후성	UBE	Central	Capchem
		한국	한국	한국	한국	한국	한국	일본	일본	중국
현재주가(원지통화)		70,200	170,100	146,500	163,900	88,900	10,000	2,413	2,156	72
시가총액 (M\$)		1,259	3,310	10,075	1,455	2,216	822	2,342	847	4,619
주가수익률(%)	1D	6.4	4.3	1.0	2.8	5.8	1.7	1.4	1.8	5.3
	1M	-2.6	-7.9	-13.8	-10.3	-10.0	-11.5	4.1	-9.3	-6.2
	3M	20.6	-8.9	-4.6	-14.5	11.1	-18.4	16.6	-4.2	-14.8
	6M	80.2	18.8	96.1	-0.8	114.0	-0.5	34.4	-4.9	-16.2
P/E(배)	2018A	9.5	-	28.5	-	39.3	22.3	10.3	33.7	28.0
	2019A	10.7	30.3	29.5	26.2	-	93.9	7.3	13.0	42.3
	2020A	38.0	75.4	214.4	66.5	-	181.5	7.3	11.9	78.6
	2021E	31.6	45.3	93.5	39.0	158.1	35.0	15.2	-	42.1
	2022E	23.7	29.7	76.6	27.5	38.7	16.2	11.1	14.5	31.5
P/B(배)	2018A	0.7	-	5.0	-	5.4	3.3	1.0	0.6	3.1
	2019A	0.6	2.9	3.0	2.9	3.6	3.6	0.7	0.6	4.0
	2020A	1.6	8.0	6.3	8.0	8.9	5.0	0.5	0.5	8.4
	2021E	2.2	7.1	5.1	6.1	11.1	4.1	0.7	0.5	5.5
	2022E	2.0	5.8	4.8	5.0	8.7	3.3	0.7	0.5	4.8
ROE(%)	2018A	7.0	26.7	19.0	24.5	14.8	16.0	10.5	1.7	12.3
	2019A	5.3	13.0	11.6	14.5	-6.7	3.8	10.1	4.5	10.8
	2020A	4.3	11.5	3.0	12.6	-9.4	2.8	6.9	3.9	12.6
	2021E	7.7	16.9	7.7	16.6	7.1	12.0	5.0	-0.6	13.2
	2022E	9.2	21.9	6.8	20.2	24.8	22.0	6.8	3.7	15.4
EV/EBITDA	2018A	6.4	-	29.8	-	23.9	13.2	5.8	8.3	20.6
	2019A	8.5	19.2	24.5	14.9	196.7	23.0	5.1	6.8	27.9
	2020A	12.9	40.7	55.3	42.5	125.0	34.6	4.8	6.0	54.7
	2021E	12.3	27.0	47.8	24.6	66.1	16.0	6.5	9.4	29.3
	2022E	10.3	19.2	37.9	17.5	25.1	10.3	5.4	6.4	21.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

동화기업 (025900) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	7,174	7,449	9,446	11,079	11,871
매출원가	5,562	5,665	7,022	8,287	8,910
매출총이익	1,612	1,784	2,425	2,792	2,960
판매비	1,027	1,116	1,303	1,440	1,507
영업이익	585	668	1,121	1,352	1,453
EBITDA	1,065	1,218	1,701	1,982	2,128
영업외손익	-76	-148	-96	-26	23
외환관련손익	2	-42	-10	-25	-25
이자손익	-98	-104	-109	-95	-85
관계기업관련손익	15	2	0	30	38
기타	4	-5	23	64	95
법인세비용차감전순손익	509	520	1,025	1,327	1,476
법인세비용	75	117	287	371	413
계속사업순손익	434	403	738	955	1,063
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	434	403	738	955	1,063
지배지분순이익	277	235	491	659	744
포괄순이익	498	243	698	915	1,023
지배지분포괄이익	308	125	511	606	670

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	396	1,364	1,449	1,609	1,714
당기순이익	434	403	738	955	1,063
감가상각비	434	482	510	560	605
외환손익	8	40	10	25	25
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	-30	-38
자산부채의 증감	-549	147	-172	-240	-240
기타현금흐름	69	292	363	339	299
투자활동 현금흐름	-1,654	-1,822	-1,443	-1,190	-1,270
투자자산	-104	-118	0	-20	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-450	-1,434	-1,220	-960	-1,040
유형자산 감소	3	1	0	0	0
기타현금흐름	-1,103	-271	-223	-210	-210
재무활동 현금흐름	1,241	734	48	-406	-554
단기차입금	130	-232	-45	-40	-90
사채 및 장기차입금	1,774	1,171	320	-140	-210
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-141	-182	-155	-155	-183
기타현금흐름	-522	-23	-72	-71	-71
연결범위변동 등 기타	-9	-25	-32	39	161
현금의 증감	-26	251	21	52	52
기초 현금	241	216	467	488	541
기말 현금	216	467	488	541	592
NOPLAT	585	668	1,121	1,352	1,453
FCF	-54	-70	229	649	674

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

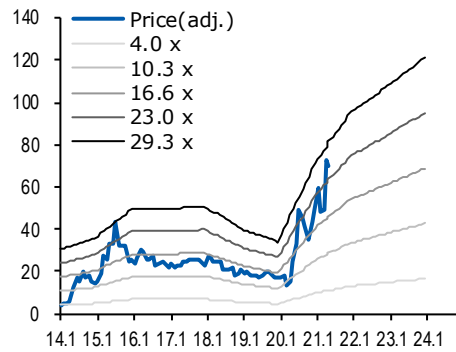
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	3,249	3,665	3,789	3,931	4,072	
현금및현금성자산	216	467	489	541	592	
매출채권 및 기타채권	958	909	940	980	1,020	
재고자산	995	940	990	1,020	1,050	
비유동자산	11,157	12,200	12,803	13,044	13,389	
유형자산	7,902	8,917	9,627	10,027	10,461	
관계기업등 지분관련자산	1,247	1,243	1,243	1,263	1,283	
기타투자자산	67	145	101	101	101	
자산총계	14,406	15,864	16,592	16,975	17,461	
유동부채	3,840	4,460	4,887	4,745	4,575	
매입채무 및 기타채무	898	1,076	1,130	1,168	1,198	
단기차입금	2,511	2,265	2,220	2,180	2,090	
유동성장기부채	269	837	1,237	1,097	967	
비유동부채	3,790	4,393	4,380	4,400	4,340	
장기차입금	1,004	1,962	1,932	1,902	1,852	
사채	1,306	899	849	879	849	
부채총계	7,629	8,854	9,268	9,146	8,916	
지배지분	5,297	5,553	5,866	6,371	7,088	
자본금	106	106	106	106	106	
자본잉여금	845	930	930	930	930	
이익잉여금	7,317	7,497	7,729	8,388	9,104	
비지배지분	1,480	1,458	1,458	1,458	1,458	
자본총계	6,777	7,011	7,324	7,829	8,545	
순차입금	4,055	4,424	4,659	4,417	4,055	
총차입금	5,119	6,009	6,287	6,107	5,807	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	1,371	1,162	2,432	3,263	3,683	
BPS	30,228	30,387	32,097	34,857	38,778	
EBITDAPS	5,273	6,032	8,419	9,811	10,534	
SPS	35,518	36,878	46,761	54,842	58,762	
DPS	150	0	0	150	150	
PER	13.5	27.0	28.9	21.5	19.1	
PBR	0.6	1.0	2.2	2.0	1.8	
EV/EBITDA	8.4	10.0	11.9	10.1	9.3	
PSR	0.5	0.9	1.5	1.3	1.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-5.6	3.8	26.8	17.3	7.1	
영업이익 증가율 (%)	-30.5	14.3	67.8	20.6	7.4	
지배순이익 증가율 (%)	-21.0	-15.3	109.3	34.1	12.9	
매출총이익률 (%)	22.5	24.0	25.7	25.2	24.9	
영업이익률 (%)	8.2	9.0	11.9	12.2	12.2	
지배순이익률 (%)	3.9	3.2	5.2	5.9	6.3	
EBITDA 마진 (%)	14.8	16.4	18.0	17.9	17.9	
ROIC	5.3	4.9	7.2	8.3	8.6	
ROA	2.1	1.6	3.0	3.9	4.3	
ROE	5.3	4.3	8.6	10.8	11.1	
부채비율 (%)	112.6	126.3	126.5	116.8	104.3	
순차입금/자기자본 (%)	76.5	79.7	79.4	69.3	57.2	
영업이익/금융비용 (배)	4.3	4.7	7.8	10.4	12.1	

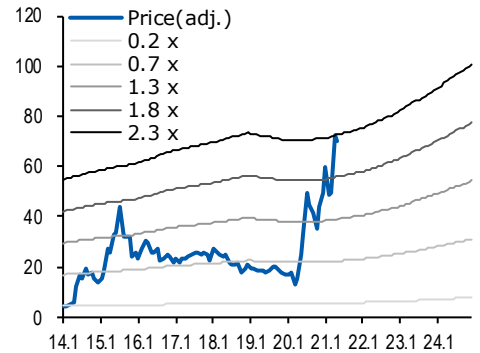
P/E band chart

(천원)



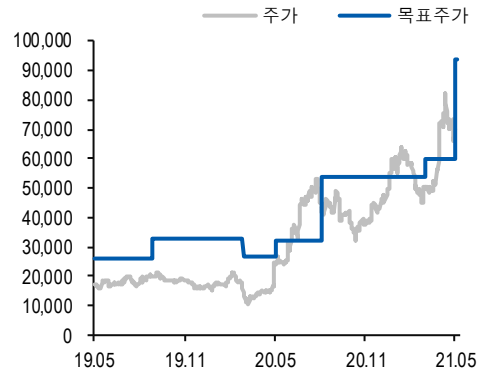
P/B band chart

(천원)



동화기업 (025900) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-17	BUY	94,000	1년		
2021-03-16	BUY	60,000	1년	4.42	37.17
2020-08-18	BUY	54,000	1년	-13.73	17.78
2020-05-18	BUY	32,000	1년	19.05	66.56
2020-03-12	BUY	27,000	1년	-46.09	-7.78
2019-09-10	BUY	33,000	1년	-45.11	-35.30
2019-01-21	BUY	26,000	1년	-28.85	-20.96

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-14

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.