산업분석

건설/건자재

2020. 9. 15

Neutral

인테리어 101

홈코노미의 시대, 집돌이/집순이 대백서

Part I 미국, 일본의 주택 리폼과 인테리어

Part II 한국 리모델링 시장의 업황, 업태 점검

Part III 코로나19가 바꾼 주거 트렌드

이베스트투자증권

안녕하세요. 이베스트투자증권 **김세련**입니다.

코로나19가 지속되는 가운데 거주공간에 머무는 시간이 늘어나면서 사람들의 집꾸미기에 대한 관심이 높아지고 있습니다. 이번은 따라서 미국, 일본, 우리 나라의 리모델링과 인테리어의 현황을 정리해본 **인테리어101** 자료입니다.

일본은 빈집의 확대로 비도심지역 슬럼화, 도심지역 주거용 부동산 초과수요에 따른 가격의 증가와 이에 따른 주거의 질 하락을 겪고 있습니다. 이를 타개하기 위해 한국의 재건축과 같은 리모델링&리셀을 본격화하고 있습니다. 미국의 경우 좁고 비싼 렌트 하우스에 살고 있는 밀레니얼을 필두로 가성비가 좋은 온라인 가구 판매가 급증하고 있는 모습입니다.

우리 나라는 과거와 달리 갭투자에 따른 시세차익을 노린 매매가 아니라, 개인의 실거주 목적의 매매가 확대되면서 구축 아파트의 전입에 따른 리모델링 수요가 증가하고 있습니다. 인테리어 시장은 리모델링 시장의 표준화 + 실수요자의 매매 수요 확대 + 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리 때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고 있습니다.

코로나19 이후 일본의 LIXIL, Nitori, 미국의 Home Depot, Way Fair 등 대표 건자재 업체들이 실적 증가, 주가 슈팅이 나타나고 있습니다. 우리 나라 역시 이러한 비대면/온라인 집꾸미기 수요 확대 기조 속에, 집꾸미기 스타트업 버킷플레이스의 '**오늘의집**' 어플이 수혜를 받을 것으로 기대됩니다. '오늘의집'은 유저들이 직접 본인이 꾸민 거주 공간을 업로드하는 온라인 집들이를 제공하며, 제품을 판매하기도 하고 시공 업자를 연결해주기도 합니다.

금번 자료를 통해 **한샘**에 대해 Buy, **지누스**에 대해 Trading Buy 의견을 제시합니다.
그 밖에 **하츠, Home Depot, LIXIL** 등 주요 건자재 업체에 대한 소개를 함께 수록하였습니다.

어려운 시기이지만 그 안에서 새로운 기회를 창출하고 있는 업체들을 함께 고민해주시면 감사하겠습니다.

건설/건자재
Analyst **김세련**
02 3779 8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 미국, 일본의 주택 리폼/인테리어 현황]

일본의 주거용 부동산 당면 과제는 1) 빈집의 확대로 비도심지역 슬럼화, 2) 도심지역 주거용 부동산 초과수요에 따른 가격의 증가와 이에 따른 주거의 질 하락입니다. 이를 타개하기 위해 한국의 재건축과 같은 리모델링&리셀을 본격화하고 있습니다. 연간 리모델링&리셀을 거친 건물은 2009 년 5 곳에서 2016 년 15 곳 이상으로 늘어나면서 새로운 비즈니스 기회를 창출하고 있다. 리모델링&리셀은 도심/비도심 지역을 막론하고 해당 지역 주거 수요에 맞게 재건축되면서 주거난과 슬럼화를 동시에 해결하고 있습니다.

미국의 경우 코로나 19 에 따른 초저금리 기조로 주택 매매거래가 상승 전환 했으며, 7 월의 미국 기존 주택, 신규 주택 모두 14 년만에 사상 최대치를 기록했습니다. 매매 확대와 신규 주택 공급에 따라 주거용 수리 & 리모델링 비용은 다소 주춤한 상황입니다. 그럼에도 불구하고 여전히 좁고 비싼 렌트 하우스에 살고 있는 밀레니얼을 필두로 온라인 가구 판매가 급증하고 있는 모습입니다.

[Part II. 한국 인테리어 업황, 업태 점검]

과거와 달리 갭투자에 따른 시세차익을 노린 매매가 아니라, 개인의 실거주 목적의 매매가 확대되는 현재의 부동산 트렌드에서 당연히 한국 구축 아파트의 전입에 따른 리모델링 수요는 폭증할 수밖에 없습니다.

인테리어/리모델링 종목들은 2014년 부동산 랠리 당시에는 1) 가구 시장의 표준화, 2) 이사 수요 확대, 3) 착공 물량 증가에 따른 업황 및 업태의 전환이 동시에 나타나면서 멀티플 프리미엄이 나타났다면, 이제 다시금 그러한 사이클을 만날 시기가 도래한 것이 아닌가 하는 판단입니다. 지금의 인테리어 시장은 1) 리모델링 시장의 표준화, 2) 실수요자의 매매 수요 확대, 3) 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리 때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고 있습니다.

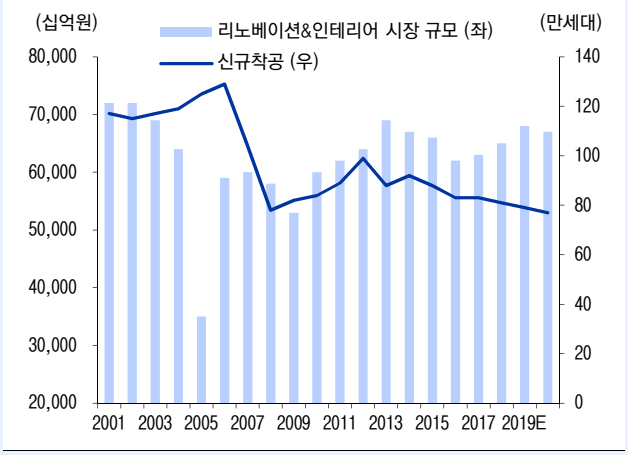
[Part III. 코로나 19 가 바꾼 주거 트렌드]

코로나19 이후 일본의 LIXIL, Nitori, 미국의 Home Depot, Way Fair 등 대표 건자재 업체들이 실적 증가, 주가 슈팅이 나타나고 있습니다. 일본의 경우 홈오피스의 증가에 따른 사무용품 구매 확대가 나타나고 있으며, 저렴한 가격에 가구를 빌리는 가구 구독 서비스도 출시 되었습니다. 미국은 펜데믹 초기에는 휴지, 손세정제, 식량 비축 등에 소비가 집중되었다가, 보다 안락한 격리 생활을 추구하려는 심리가 확대되면서 가구 및 홈데코의 소비가 증가하는 모습입니다.

우리 나라 역시 이러한 비대면/온라인 집꾸미기 수요 확대 기조 속에, 집꾸미기 스타트업 버킷플레이스의 '오늘의집' 어플이 수혜를 받을 것으로 기대됩니다. '오늘의집'은 유저들이 직접 본인이 꾸민 거주 공간을 업로드하는 온라인 집들이를 제공하며, 제품을 판매하기도 하고 시공 업자를 연결해주기도 합니다.

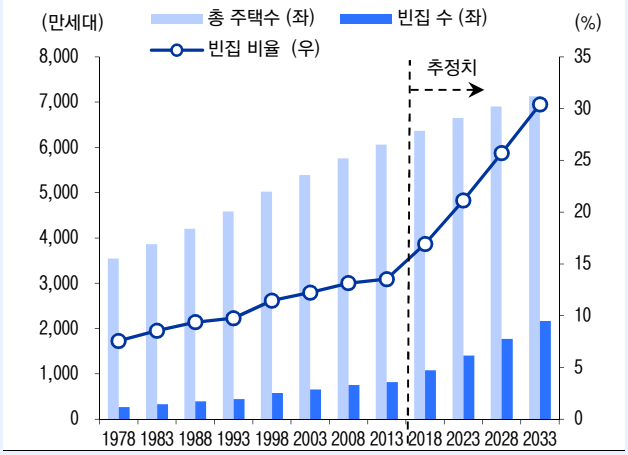
Key Charts

일본 신규 착공과 리노베이션&인테리어 시장 규모 아파트



자료: 야노경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

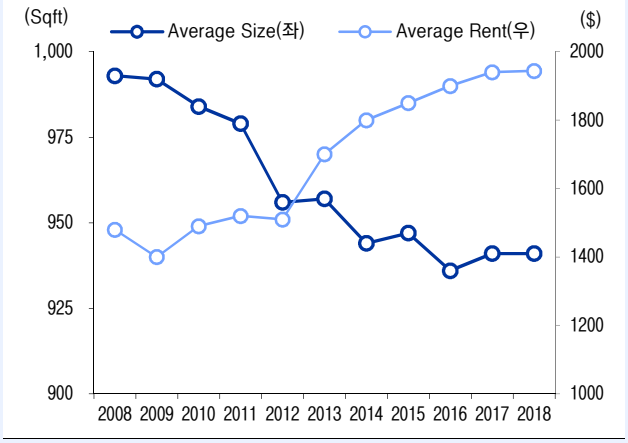
일본 총 주택 수 및 빈집 수



자료: 일본주택청, 노무라경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

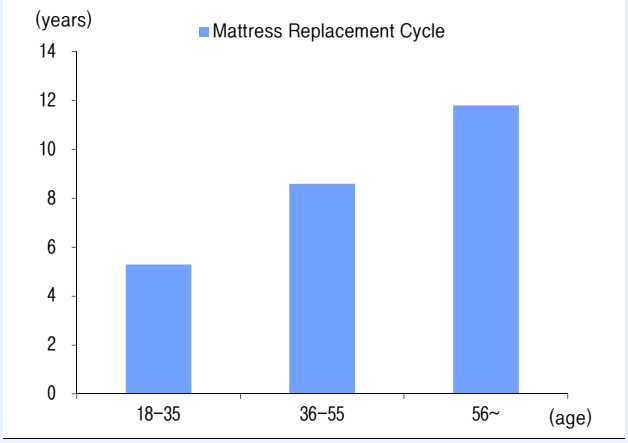
- **일본 빈집의 확대로 비도심 슬럼화, 도심지역 초과수요로 주거의 질 하락**
- **주거용 건물 리모델링&리셀 사업 증가**

미국 렌탈 주택 평균 면적과 렌탈비용 추이



자료: Yardi Matrix, 이베스트투자증권 리서치센터

미국 밀레니얼 매트리스 교체 주기, 베이비부머의 절반 수준

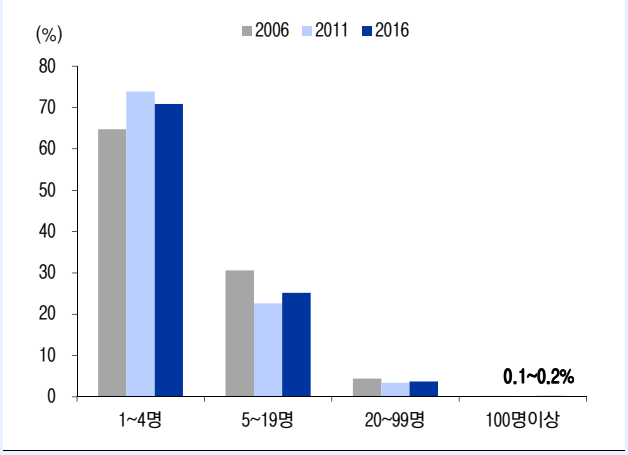


자료: BedTimes, 이베스트투자증권 리서치센터

- **좁아지고, 비싸지는 렌트 하우스로 밀려나는 미국 밀레니얼 세대**
- **가구의 가성비를 중시, 짧은 가구 교체수요 및 온라인 구입 증가**

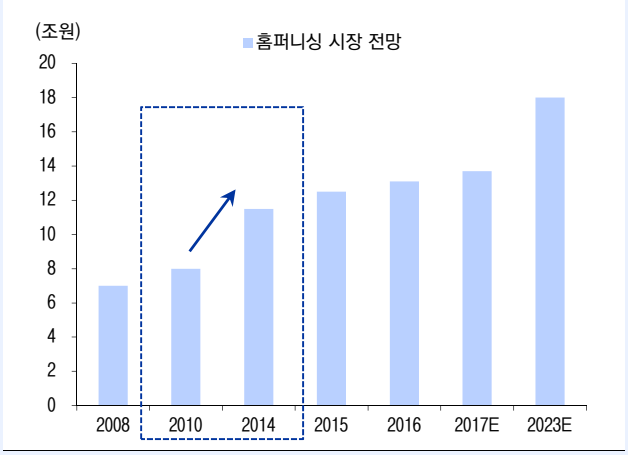
Key Charts

우리 나라 가구업체 규모별 사업체 수 비중 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권

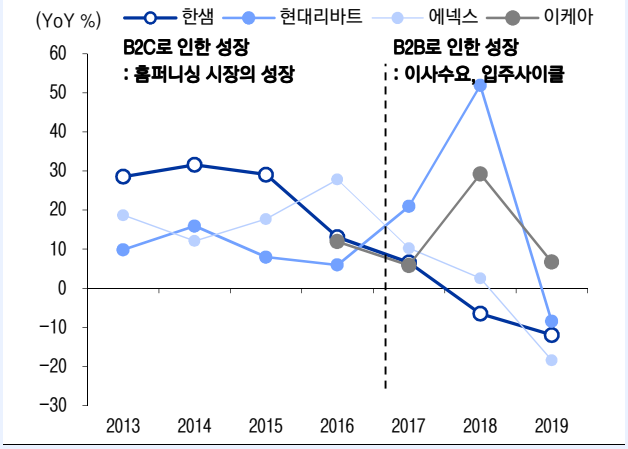
홈퍼니싱 시장 규모: 이케아 효과로 초기 성장 확대



자료: 통계청, 이베스트투자증권

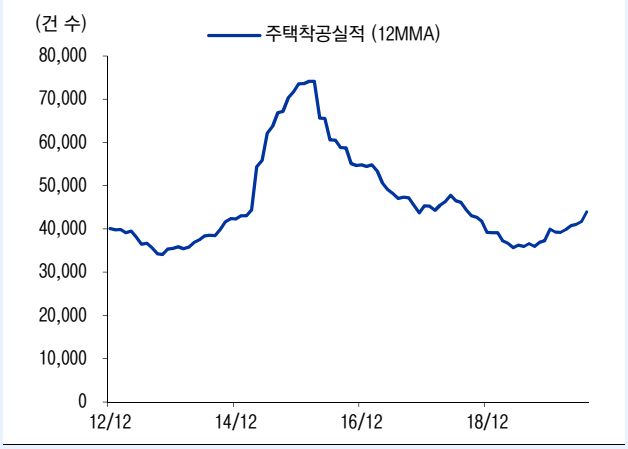
- 1~4 인 사업체가 70%를 차지할 정도로 한국 가구 시장은 영세한 개인 사업자가 주도하는 시장
- 2014 년 이케아 한국 진출에 따라 가구 시장 표준화, 기업화

주요 가구업체 매출액 성장률 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권

주택 월별 착공 실적 추이

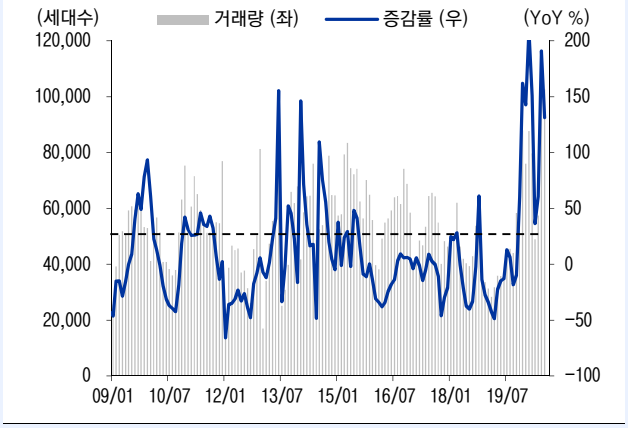


자료: 국토교통부, 이베스트투자증권

- 2013~2015 년 B2C, 2015 년 이후 B2B 매출 확대
- 가구의 표준화라는 업태의 변화, 착공 사이클이라는 업황의 호조가 맞물리며 가구 시장 황금기

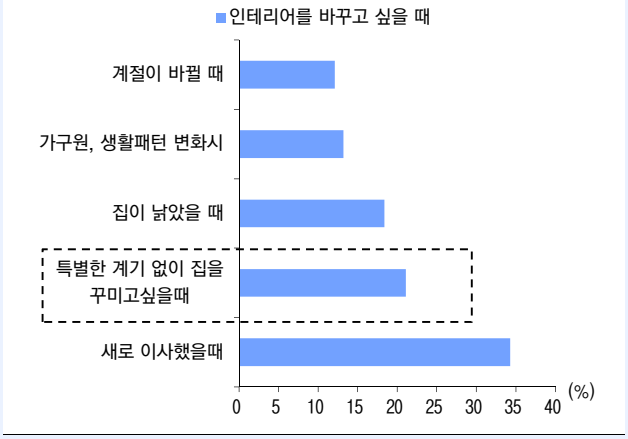
Key Charts

아파트 매매거래량 추이: 장기 월 평균 5 만세대



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

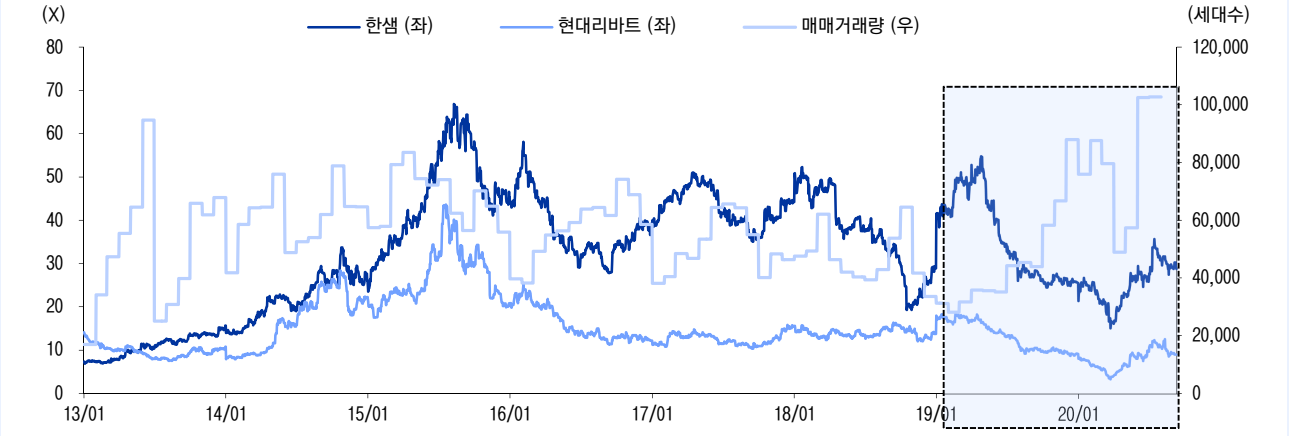
인테리어 시점을 통해 본 인식 변화



자료: 주택저널 집꾸밈의식조사 2019, 건설경제신문 발췌

- **부동산 규제에 따른 실수요자 주택 매매 유입으로 리모델링 확대**
- **작아지고 비싸지는 집, 주거 환경 개선 욕구에 따른 집꾸미기 수요 증가**

한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)

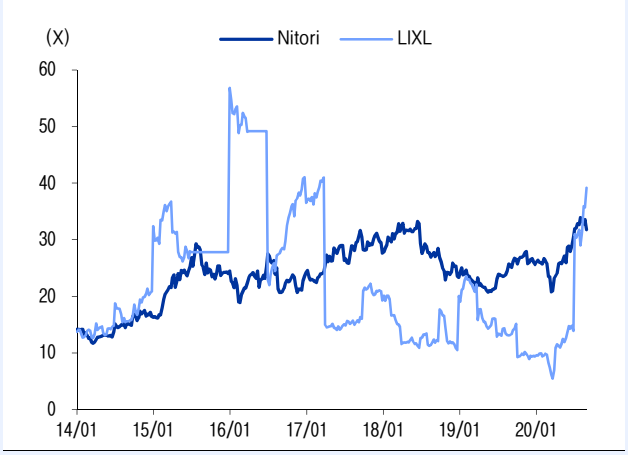


자료: 국토교통부, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

- **리모델링 시장의 표준화 욕구 증대, 집꾸미기 수요 확대로 정형화되고 기업화되는 시장**
- **과거와 같은 업태의 변화, 업황의 호조가 맞물리는 시점으로 판단**

Key Charts

일본 가구업체 Nitori, 건자재 LIXIL PER 추이



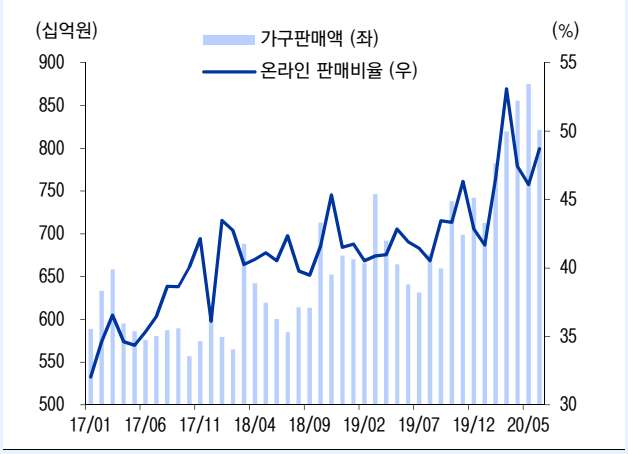
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

미국 건자재 리테일러 Home Depot PER 추이

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

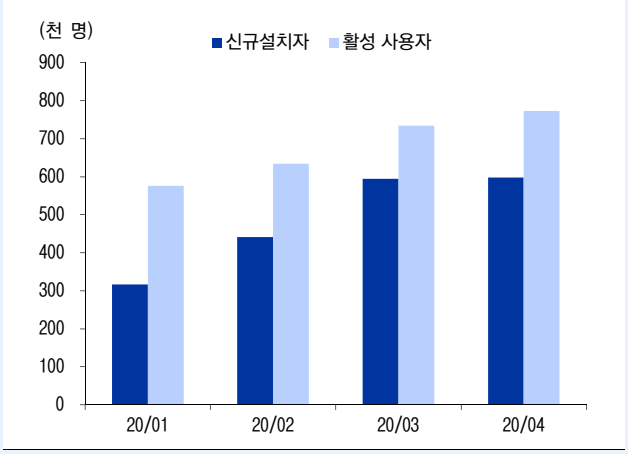
- 코로나 19 이후 글로벌 주요 인테리어, 건자재 업체 주가 상승
- 홈캉스, 홈오피스의 시대, 홈코노미에 따른 실적 호조 지속될 것

우리 나라 월별 가구판매액 및 온라인 판매비중 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

집꾸미기 스타트업 버킷플레이스의 '오늘의집' 설치자



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

- 우리 나라 역시 코로나 19 로 인테리어 수요 확대
- 집꾸미기 어플 '오늘의집'과 같은 인테리어 솔루션 제공 플랫폼 수혜 기대

산업분석

건설/건자재
Neutral

인테리어 101
홈코노미의 시대, 집돌이/집순이 대백서

Contents

Part I	미국, 일본의 주택 리폼/인테리어 현황	9
Part II	한국 리모델링 시장의 업황, 업태 점검	19
Part III	코로나 19 가 바꾼 주거 트렌드	35

기업분석

한샘 (009240)	44
지누스 (344820)	49
하츠 (066130)	53
HomeDepot (HD US Equity)	56
LIXIL (5938 JP Equity)	59

Part I

미국, 일본의 주택 리폼/인테리어 현황

국지적 리노베이션이 시작되는 일본, 가성비를 중시하는 미국

일본의 주거용 부동산 당면 과제는 1) 빈집의 확대로 비도심지역 슬럼화, 2) 도심지역 주거용 부동산 초과수요에 따른 가격의 증가와 이에 따른 주거의 질 하락입니다. 이를 타개하기 위해 한국의 재건축과 같은 리모델링&리셀을 본격화하고 있습니다. 연간 리모델링&리셀을 거친 건물은 2009년 5곳에서 2016년 15곳 이상으로 늘어나면서 새로운 비즈니스 기회를 창출하고 있다. 리모델링&리셀은 도심/비도심 지역을 막론하고 해당 지역 주거 수요에 맞게 재건축되면서 주거난과 슬럼화를 동시에 해결하고 있습니다.

미국의 경우 코로나19에 따른 초저금리 기조로 주택 매매거래가 상승 전환했으며, 7월의 미국 기존 주택, 신규 주택 모두 14년만에 사상 최대치를 기록했습니다. 매매 확대와 신규 주택 공급에 따라 주거용 수리&리모델링 비용은 다소 주춤한 상황입니다. 그럼에도 불구하고 여전히 좁고 비싼 렌트하우스에 살고 있는 밀레니얼을 필두로 온라인 가구 판매가 급증하고 있는 모습입니다.

미국, 일본의 주거 트렌드 비교

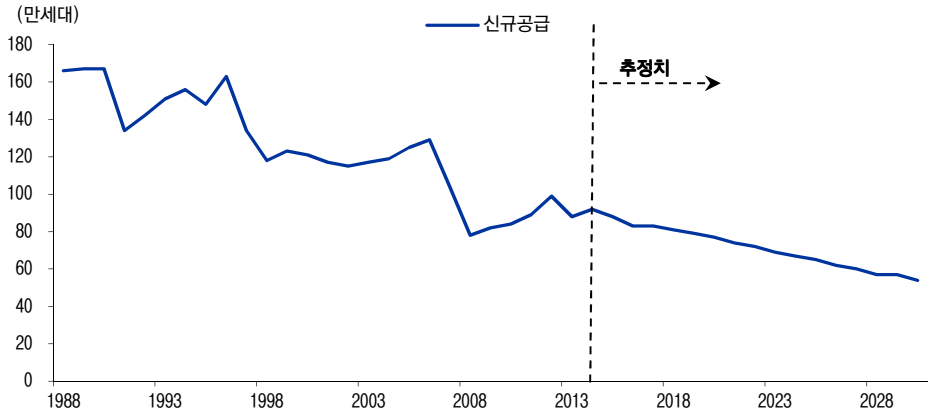
우리 나라 리모델링, 인테리어 트렌드를 점검하기에 앞서 선진국으로 대변되는 미국과 일본의 부동산 시장 현황 및 주거 트렌드를 점검하였다. 각 국의 매크로 환경이 다르기 때문에 인테리어 트렌드의 변화도 서로 다른 양상을 보이지만, 고무적인 부분은 기존 구축 주택을 수리하려는 움직임이 기업/개인별로 다양하게 나타나고 있다는 점이다. 이는 인구의 절대 증가 사이클을 지나며 어느 정도 주거 인프라가 구축된 상황에서, 새로운 먹거리를 창출하려는 기업의 노력 내지는 주거의 질을 중시하는 개인의 니즈가 더해지면서 나타나는 양상으로 판단된다. 국가별로 살펴보면 다음과 같다.

일본: 신규 착공이 줄고 구축 매매가 늘면서 열리는 시장

일본의 주택 시장을 한국의 10년 선행 바로미터로 완전하게 해석할 수는 없지만, 인구의 노령화와 도시집중화 현상, 장기 저금리 기조 확대와 낮은 경제성장률의 지속 등을 고려할 때 일본 리모델링, 인테리어 시장을 점검해볼 필요가 있다고 판단했다.

일본의 연도별 신규주택 착공 추이를 살펴보면, 부동산 버블의 붕괴에 따라 점진적인 착공 물량의 감소가 나타난 모습이다. 2000년대 이전까지는 비교적 연간 100만세대 수준의 신규 주택 공급이 있었으나, 2008년 리먼 사태를 지나며 큰 폭의 조정기를 거치면서 신규 공급 시장은 큰 침체를 맞이한다. 노무라 경제연구소에서 추정한 일본의 신규 주택 공급은 2013년 88만세대에서 10년이 지난 2023년은 69만세대, 2030년에는 40%가 감소한 54만세대로 감소할 것으로 추산된다. 이러한 신규 착공의 기회 감소에 따라 일본의 하우스메이커들은 고부가가치의 저택을 시공하며 각자의 스페셜티를 찾아가고 있으며, 거주용~렌탈용 시장의 양극화 확대 속에서 부동산 디벨로퍼들은 운영, 자산관리 (Asset Management) 등으로 사업 다각화를 진행하고 있다.

그림1 일본 연도별 신규주택착공 추이 및 전망

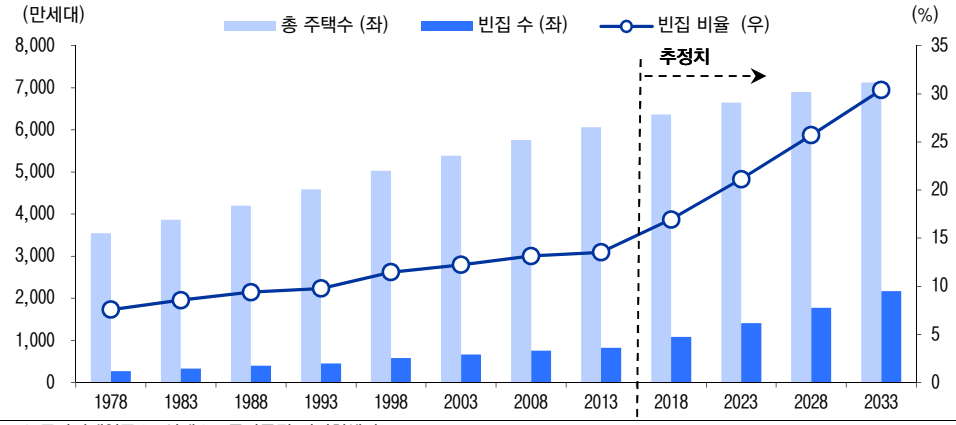


자료: 일본국토교통부, 노무라경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

월간 신규착공을 12개월 이동평균으로 보면 더욱 극명한 감소가 나타나는 모습이다. 이는 최근 도쿄지역의 오피스 빌딩이 2% 수준의 공실률을 보이면서 공급 부족 현상이 나타나는 것과는 사뭇 다르다. 오피스 빌딩이 주로 도심지에 위치하는 것을 감안할 때, 경제활동의 도심집중화가 한층 강화되고 있으며 이에 따른 도심지 기존 주택 수요가 자연스럽게 증가할 수밖에 없다는 뜻이다. 그에 반해 신규 착공 절대 물량이 줄어들고 있으니, 도심지 기존 주택의 가격 상승과 비 도심지의 빈집, 공실의 증가라는 양극화가 더욱 벌어지고 있는 실정이다.

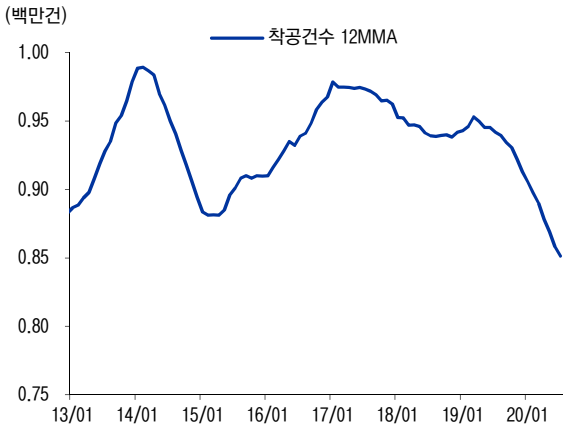
일본의 총 주택수와 빈집 수를 살펴보면, 2018년 이후부터 빈집의 비율이 급격하게 증가할 것으로 추산된다. 결국 일본의 주거용 부동산의 당면 과제는 1) 빈집의 확대로 비도심지역 슬럼화, 2) 도심지역 주거용 부동산 초과수요에 따른 가격의 증가와 이에 따른 주거의 질 하락으로 귀납된다.

그림2 일본 총 주택수 및 빈집 수



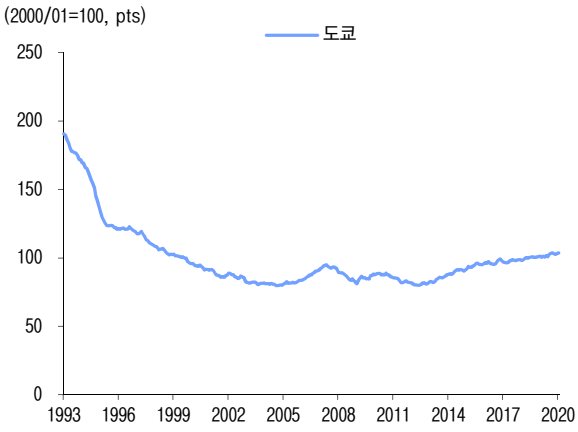
자료: 노무라경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 일본 월별 신규착공 12 개월 이동평균 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 도쿄 주거용 부동산 가격 추이

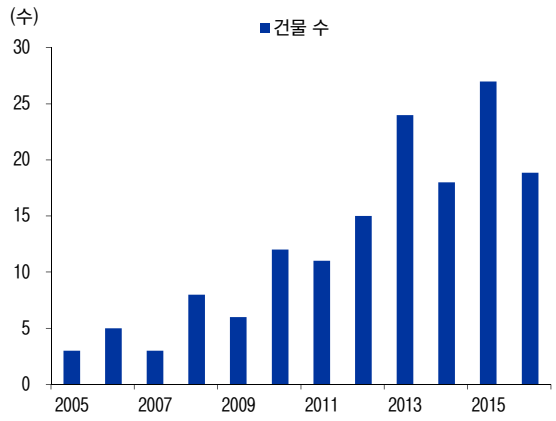


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

우리 나라 부동산의 경우 1990년대 초반에 공격적으로 공급된 아파트들의 짧은 내용연수 및 개인들의 신규 주택 선호 현상에 따라 비교적 재개발/재건축과 같은 도시정비사업이 활발하게 진행되고 있지만, 외국의 경우는 비교적 구축 건물을 허물고 새로 짓는 도시정비사업이 우리 나라만큼 활발하지 않다. 한국에서 소위 말하는 리모델링은 집 내부를 다시 수리하는 것을 의미하며 이는 글로벌로 '리폼/리노베이션' 시장으로 대변된다. 반면 '리모델링'이라는 개념은 한국의 재건축/재개발과 유사하다고 볼 수 있겠다.

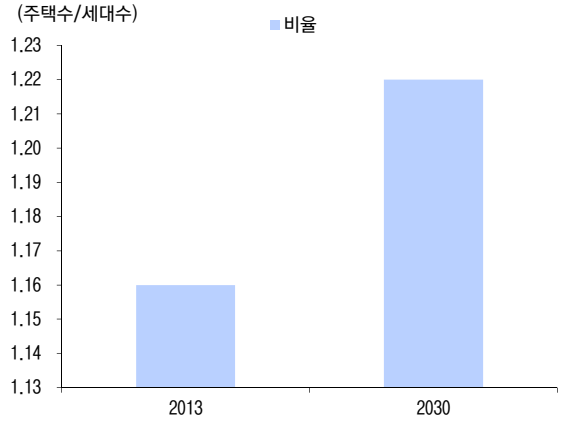
일본 신규 착공이 연간 큰 폭으로 감소하고 있음에도 불구하고, 세대당 주택수 비율은 2030년 1.22개까지 증가했다. 인구의 급격한 감소 내지는 비도심 인구의 이탈에 따라 세대당 주택수의 급증이 나타난다는 듯이다. 일본은 따라서 주거용 부동산 문제를 타개하기 위해 한국의 재건축과 같은 도심지의 리모델링&리셀을 본격화하고 있다. 연간 리모델링&리셀을 거친 건물은 2009년 5곳에서 2016년 15곳 이상으로 늘어나면서 새로운 비즈니스 기회를 창출하고 있다. 리모델링&리셀은 도심/비도심 지역을 막론하고 해당 지역 주거 수요에 맞게 재건축되면서 주거난과 슬럼화를 동시에 해결하고 있다.

그림5 일본 주거용 건물 리모델링&리셀 프로젝트 현황



자료: The Real Estate Economic Institute Japan, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 일본 세대당 주택수 비율



자료: 야노경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

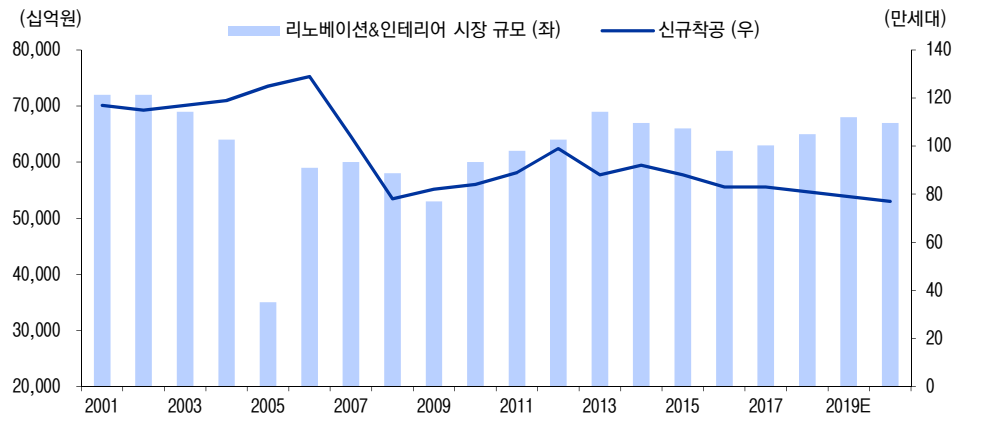
그림7 도쿄 타카나와 그랜드 팜스 아파트 리모델링&리셀 전 후

자료: The Real Estate Economic Institute Japan, 이베스트투자증권 리서치센터

따라서 신규 착공이 줄어드는 반사효과로 일본의 리노베이션&인테리어 시장 규모가 꾸준히 성장하고 있는 모습이다. 야노경제연구소에 따르면 일본 리노베이션&인테리어 시장은 2020년 67조원 규모로 추산되며, 이는 한국건설산업연구회에서 추산한 한국 인테리어 시장 규모인 20조원 대비 3배 이상에 달하는 규모이다.

일본의 리폼 시장은 다양한 형태로 사업 저변이 확대되고 있다. 도심지 주거 수요증대에 대응하기 위해 ReBITA라는 기업은 도심 내 기업 사옥을 용도변경하여 셰어하우스로 렌탈 매출을 일으키고 있으며, 부동산 중개 사이트 Ieshil과 HowMa, 홈즈프라이스맵 등은 한국의 직방과 유사하게 구축, 중고 주택의 매매 가격과 관련된 정보를 제공한다. 비도심 지역의 빈집 확대는 아마존, 야후, 라쿠텐 등과 같은 이커머스 업체들이 노후화된 단독주택의 리폼 관련 온라인 판매를 확대시키는 계기가 되고 있다. 비도심 관광 수요에 대응하기 위해 주거용 건물을 민박 용도로 개보수하는 Tomareru, 에이지 등과 같은 업체도 등장하여 새로운 시장 개척을 이어가고 있다.

그림8 **일본 신규 착공과 리노베이션&인테리어 시장 규모**



자료: 야노경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **일본 리폼시장 8가지 트렌드**

리폼시장 트렌드	내용
Conversion (용도 변경)	일본 버블경제 전후에 지어진 건물들의 용도변경 급증. ReBITA는 기업 사옥을 셰어하우스로 변경, 호평을 얻음
민박 리폼	2016년 6월 확장된 '규제개혁 실시계획'의 일환으로, 주거 전용 지역에서도 민박이 가능해짐. 민박 용도로 개보수하는 서비스 증가 (Tomareru, 에이지 등이 대표적)
DIY	고객이 스스로 꾸밀 수 있는 여지를 남겨줌. Kumiki Project라는 회사가 대표적
중고주택 시세 사이트	중고주택 시세 사이트. 부동산 중개 사이트 Ieshil은 아파트 시세 제공. 그 밖에 HowMa, 홈즈프라이스맵 등이 중고주택 관련 정보제공
리폼 온라인 판매	아마존, 아후, 라쿠텐 등 이커머스 업체들이 단독주택 리폼 인터넷 판매 시작함. 리폼전문 인력 (설계, 목공, 배관공 등)을 조직화해 설비, 자재에서 시공까지 포함하여 판매
지역 단위의 리노베이션	Note사는 지자체와 협력해 일본 지방 전통 가옥 중 인구 감소로 빈집이 된 건물을 개,보수해 상품으로 바꿈
빈집 활용	일본의 빈집이 증가, 사회문제로 거론. 이러한 빈집을 개,보수 후 임대주택으로 내놓거나, 빈집 일괄 구매해 되파는 비즈니스 등 증가
Home Staging (홈 스테이징)	중고 주택 판매, 임대를 위해 중개시 중개업체가 물건 내부에 인테리어나 가구 등을 일시적으로 배치해 물건의 가치를 높이는 서비스

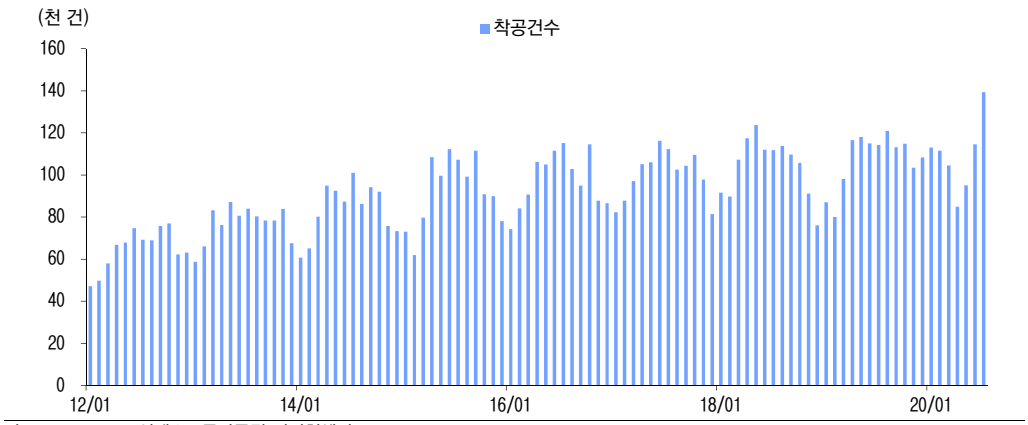
자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

미국: 밀레니얼이 주도하는 가성비 시장

저금리 기조 확대 속에 미국의 신규 착공은 최근 큰 폭으로 증가한 상황이다. 코로나19로 잠시 주춤했던 신규 주택 착공은 일부 주들이 경제 활동을 재개하면서 다시금 증가세로 전환했다. 주택 매매거래량의 경우 2018년 잠시 주춤했다가 다시금 회복세로 전환되면서 비교적 안정적인 가격 상승 기조가 지속되고 있는 모습이다.

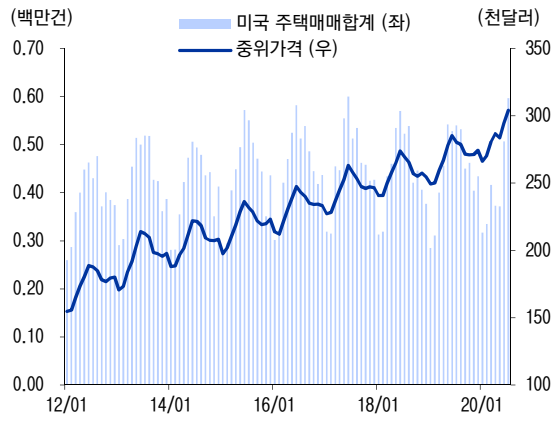
코로나19에 따른 초저금리 기조로 한국과 유사하게 주택 매매거래가 상승 전환 했으며, 7월의 미국 기존 주택, 신규 주택 모두 14년만에 사상 최대치를 기록했다. 금융위기 당시 주택 구입을 포기했던 수요층도 장기간 신용 회복에 따라 주택 매매 시장에 유입했을 것이라는 해석도 있다. 매매 전환 확대와 신규 주택의 활발한 공급이 이어짐에 따라 주거용 수리&리모델링 비용은 다소 주춤한 상황이다. 미국의 연간 주거용 수리&리모델링 시장 규모는 190조원 수준이다.

그림9 미국 월별 신규주택착공 추이



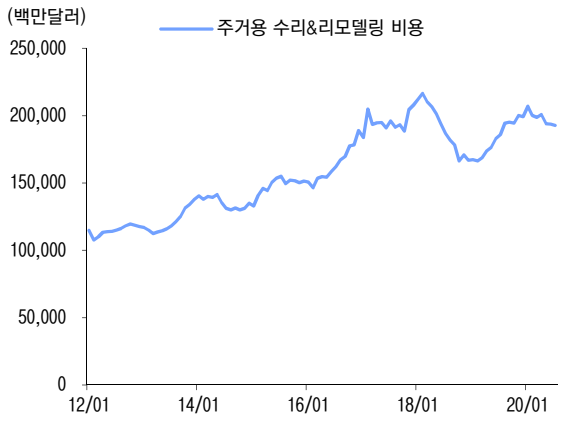
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 미국 주택 매매거래량, 전체 주택 중위가격 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 미국 주거용 수리&리모델링 지출 비용

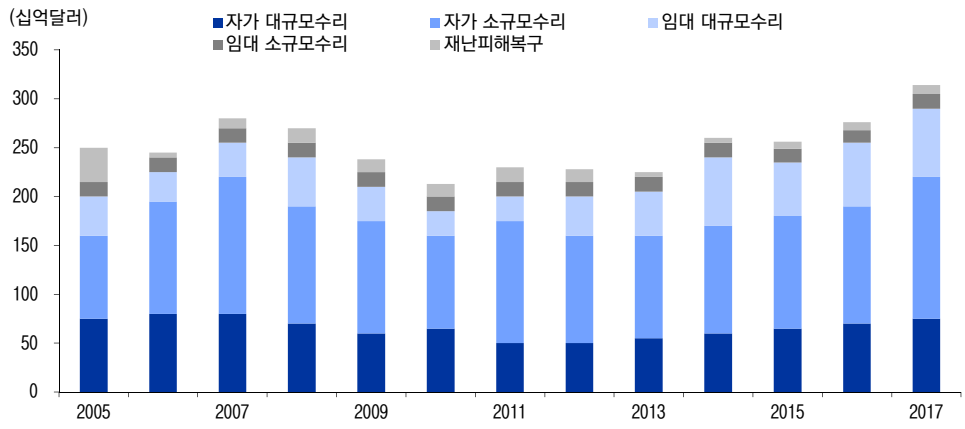


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

미국 주택 개보수 비용 지출이 큰 폭으로 증가했던 2017년의 상황을 되돌아보면, 신규 착공이 10년전 대비 40%가량 감소함에 따라 시설 수리에 대한 니즈가 확대되면서 리모델링 시장을 견인한 것으로 보인다. 공급 부족에 따라 구매자들이 주택을 선택할 수 있는 옵션이 제한적이 되면서, 주택 구입 계획을 수리, 업그레이드로 전환하는 수요가 나타난 것으로 보인다.

그 동안 개보수 시장의 성장을 견인했던 '자가 소규모 수리'와 '임대 대규모 수리'를 살펴보자. 임대 대규모 수리의 경우 임대인이 렌탈 매출의 증가를 위한 투자로서, 최근은 매매 수요 확대로 비중이 크게 줄어들면서 이로 인해 미국의 전체 개보수 비용이 감소했을 것으로 예상된다. 반면 자가 소규모 수리의 경우는 꾸준히 증가하고 있을 것으로 예상한다. 미국은 한국, 일본과 같이 공격적인 대규모 수리 보다는 그 때 그 때 노후화된 시설을 개보수하는 소규모 수리가 많으며, 이는 주택 매매에 따라 동반 상승하고 있을 것이다. 소규모 수리에 따라 공간 만족도가 증가할 뿐만 아니라, 미국에서 집을 되팔 때 가치가 올라가기 때문이다. 미국 부동산 중개인 협회 (NAR)에 가입된 2,199명의 중개인을 대상으로 설문조사를 실시한 결과, 되팔 때의 주택 가치를 높일 수 있는 내부 공사 1~3위는 주방 업그레이드와 개보수, 욕실 개보수로 나타났다.

그림12 미국 주택 개보수 관련 비용 지출 추이



자료: John Burns Real Estate Consulting, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 미국 부동산중개인 협회 설문조사: 구매자가 선호하는 주택 내부공사 Top3

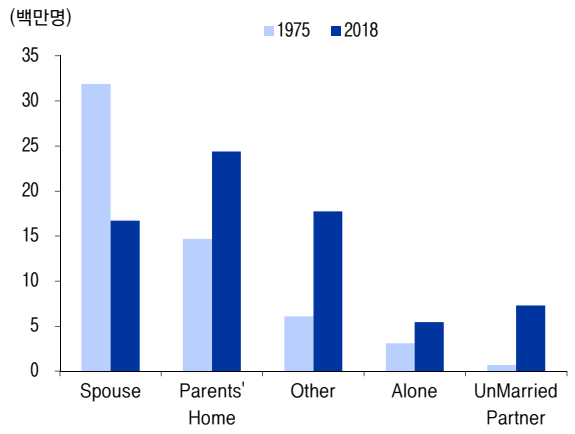
상위 응답	내용
주방업그레이드	중개인 57%가 주택을 되팔 때 주방 업그레이드를 할 것을 추천. 미국 주택 소유주 중 11%가 주방을 가장 즐거움을 주는 공간으로 인식하고 있음
전체 주방 개보수	중개인 17%가 주택을 되팔 때 주방 개보수를 할 것을 추천. 주방 개보수 공사를 마친 주택 소유주의 90%가 집에 대한 애착이 커졌다고 응답
욕실개보수	중개인 54%가 집을 팔기 전 욕실 개보수 공사를 추천. 욕실 개보수 공사를 끝낸 주택 소유주 가운데 62%가 집에 더 오랜 시간 머물고 싶다고 응답

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리 나라와 같이 X세대의 부동산 매매 기조에 따라 전체 인테리어/리모델링 시장 규모가 줄어든 것처럼 보이지만, 렌탈 수요를 대변하는 미국의 밀레니얼 세대(Millennials)는 가성비 좋은 가구를 Way Fair, 아마존과 같은 온라인에서 채널에서 구매하면서 새로운 소비 트렌드를 주도하고 있다. 전후 경제적 번영을 이끌었던 베이비붐 세대와 물질적 풍요가 가득했던 X세대를 지나, 밀레니얼은 미국의 현 시대를 이끄는 중심축으로서 부모세대와 상당히 다른 가치관과 문화코드를 형성한다. 이들은 경제적 측면에서 부모세대인 베이비붐 세대, 40대 이상인 X세대에 비해 가난하지만, 가치와 경험 중심의 합리적 소비를 하는 세대로 특징된다.

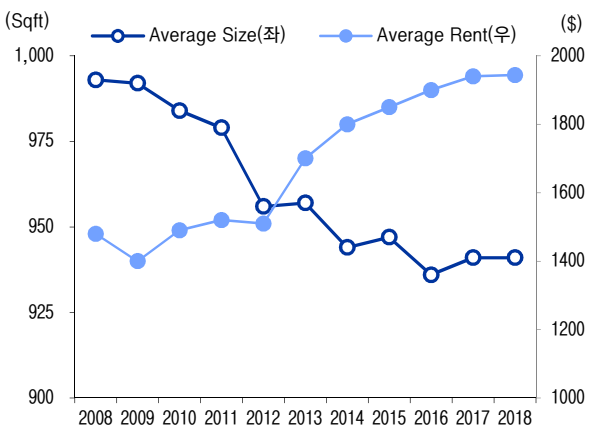
미 통계청에 따르면 과거보다 주머니가 가벼워진 밀레니얼 세대는 비싸진 렌트료로 인해 부모님으로부터 독립을 많이 하지 못하고 있다고 한다. 이는 최근 미국 리츠 중 주거용 리츠의 수익률이 다른 자산군별 대비 아웃퍼폼 하고 있는 것과 맥락이 일치한다. 렌트하우스의 면적은 점점 좁아지고, 가격은 올라가고 있다.

그림13 독립하지 못하는 젊은 세대의 비중 증가



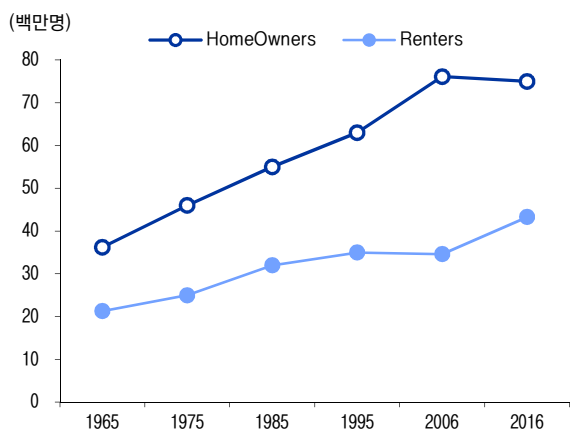
자료: 미 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 좁아지고, 비싸지는 렌트 하우스



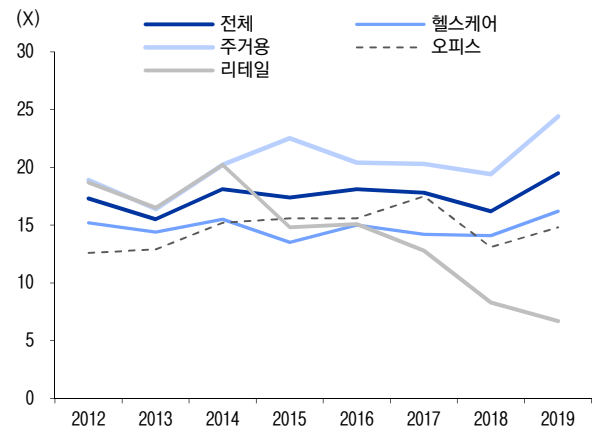
자료: Yardi Matrix, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 가파르게 성장하는 미국 렌트 하우스 세입자



자료: Pew Research Center, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 미국 리츠 자산군별 수익률: 주거용이 아웃퍼폼

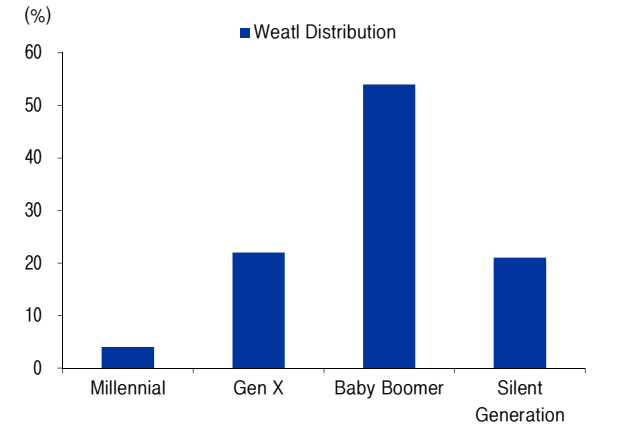


자료: Nareit, 이베스트투자증권 리서치센터

렌트료의 절대 상승도 문제지만, 실제 미국 세대별 부의 편중을 보더라도 그 어느 세대보다 밀레니얼은 적은 부를 가지고 있는 것이 통계적으로 확인된다. 학자금 대출과 신용카드 사용의 증가세가 지속됨에도 불구하고, 주택담보대출이 2010년부터 감소하는 추세인 것은 밀레니얼 세대의 자가 보유 비율 감소 때문이다.

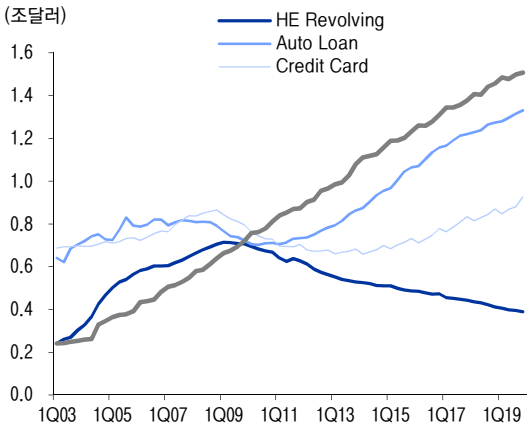
궁극적으로 밀레니얼 세대는 좁고, 저렴한 렌트하우스로 내몰리고 있는 실정이다. 미국의 렌트 하우스는 침대까지 포함한 풀옵션을 기본으로 하다 보니 렌트 하우스에서 저렴한 매트리스를 소비하는 밀레니얼은 매트리스 교체 주기가 베이비 부머의 절반 수준으로 집계된다. 베이비 부머와 시니어 세대가 매트리스를 8~10년 가까이 사용하는데 반해, 밀레니얼은 6년을 채 쓰지 않다. 싼 매트리스를 사서 사용하고, 빨리 버리는 것이다. 이러한 주거 트렌드를 반영하여 과거 오프라인 매장을 필두로 판매될 수밖에 없던 벌크한 매트리스는 이제 박스 안에 돌돌 말아져 사이즈를 줄인 후, 매장 임차료, 트럭 유통가격을 절감한 Mattress-in-a-box 형태로 택배 배달되고 있다.

그림17 미국 세대별 부의 편중 비교



자료: Packaged Facts, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 학자금 대출은 증가하나, 주택담보대출은 감소

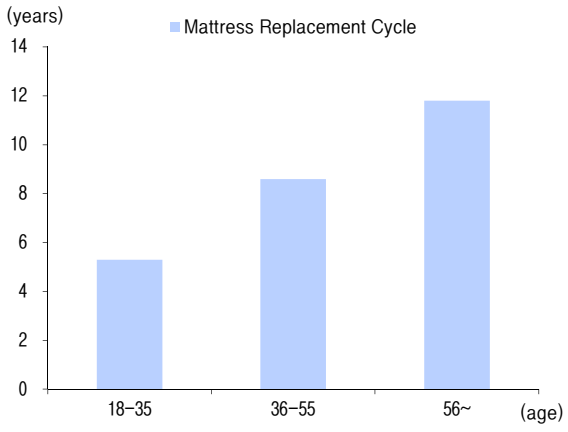


자료: New York Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 가성비가 좋은 Mattress-in-a-box 제품

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 밀레니얼 매트리스 교체 주기, 베이미부머의 절반 수준

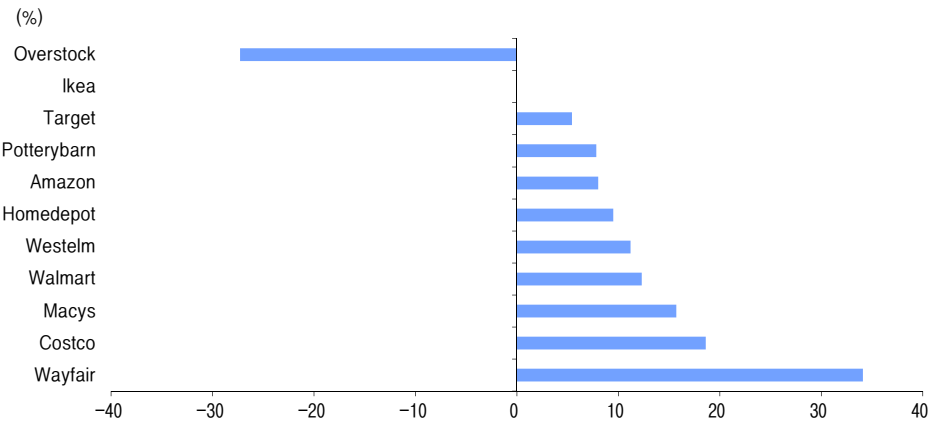


자료: BedTimes, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 트렌드는 미국 주요 가구 유통 업체의 온라인 판매 추이에서도 확인할 수 있다. 가구 유통 전문 업체인 Way Fair의 경우 2018년 대비 2019년 온라인 가구 판매가 34% 가량 성장했으며, Costco 18.6%, Macys 15.7% 등 오프라인 전문 유통업체들 역시 온라인 분야의 성장이 두드러지는 실정이다. 진열 매장 없이, 판매 사원 없이도 벌크한 가구들이 온라인으로 유통되는 시대가 온 것이다.

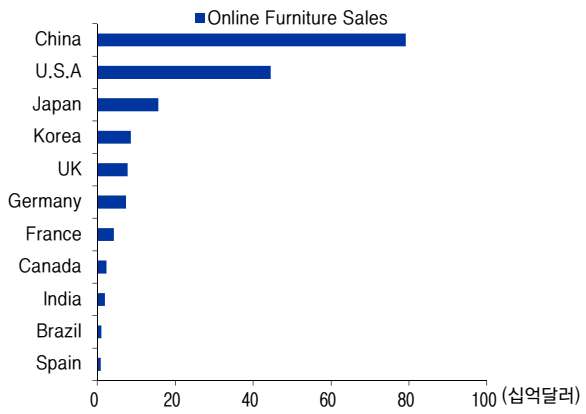
온라인 가구 시장의 성장은 중국, 일본, 우리 나라에서도 나타나고 있는 글로벌 트렌드이다. 이러한 온라인 가구 시장의 지역 저변 뿐만 아니라 품목의 확대 역시 기대해볼 수 있겠다. 앞서 설명한 매트리스의 경우도 벌크한 제품이 운송에 용이한 형태로 포장/개발되어 판매되고 있는 것처럼, 미국 가구 시장의 가장 많은 비중을 차지하는 거실 가구의 경우도 새로운 형태로 패키징되어 DIY 가능하도록 출시된다면 가성비를 중시하는 밀레니얼의 소비 확대에 따라 그 성장성이 무궁무진할 것으로 기대된다.

그림21 미국 주요 가구 유통업체의 온라인 가구 판매 추이 (2018 to 2019)



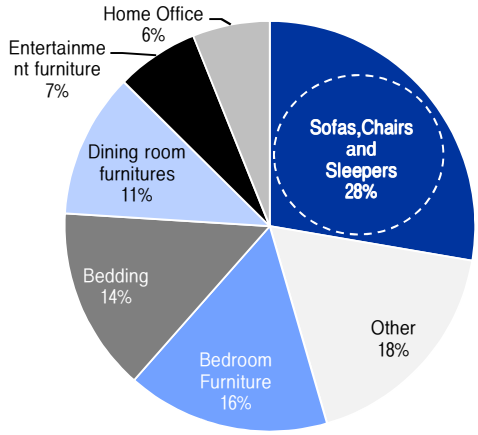
자료: Statistics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 확장의 여지가 높은 글로벌 온라인 가구 시장



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 미국 가정용 가구 시장 품목별 판매 비율



자료: IBIS World 2018, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

한국 인테리어 업황, 업태 점검

실수요자의 매매 확대 및 집꾸미기 증가, 키워드는 '표준화'

과거와 달리 갭투자에 따른 시세차익을 노린 매매가 아니라, 개인의 실거주 목적의 매매가 확대되는 현재의 부동산 트렌드에서 당연히 한국 구축 아파트의 전입에 따른 리모델링 수요는 폭증할 수밖에 없습니다.

인테리어/리모델링 종목들은 2014년 부동산 랠리 당시에는 1) 가구 시장의 표준화, 2) 이사 수요 확대, 3) 착공 물량 증가에 따른 업황 및 업태의 전환이 동시에 나타나면서 멀티플 프리미엄이 나타났다면, 이제 다시금 그러한 사이클을 만날 시기가 도래한 것이 아닌가 하는 판단입니다.

지금의 인테리어 시장은 1) 리모델링 시장의 표준화, 2) 실수요자의 매매 수요 확대, 3) 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고 있습니다.

표준화, 기업화 되는 시장 환경

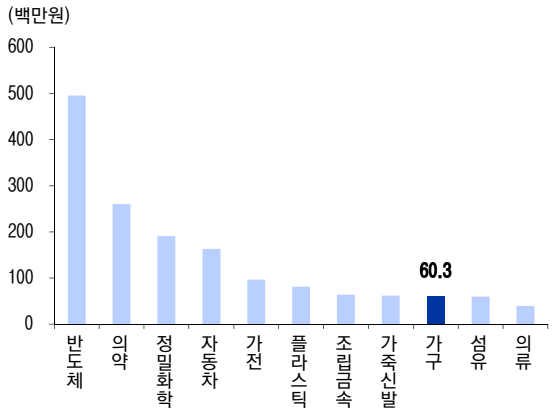
2014년부터 가속화된 가구 시장의 '브랜드화'

2015년 통계청의 경제총조사에 따르면, 한국의 가구 산업의 1인당 부가가치생산액은 6천만원 수준으로, 가죽신발 분야, 섬유 분야와 비슷한 레벨이다. 또한 한국은 국내 생산과 유통이 활발하여 싱가폴, 미국, 일본 등에 비해 가구 수입 비중이 비교적 낮다. 따라서 국내 부동산, 주거 환경의 변화가 가구 시장의 변화를 이끄는 중요한 요인이 된다. 더욱이 자가 소유에 대한 욕구가 높은 우리 나라 가구 시장은 크고, 비싸고, 튼튼한 가구가 좋은 가구라는 인식이 높았다.

그렇다면 가구를 구입하기 위해서 사람들은 어디로 갈까? 고급 가구는 백화점에 입점한 브랜드 가구, 일반 가구는 '00동 가구 거리'에 위치한 소매판매점, 저렴한 가구는 '가구 백화점'이라는 이름의 교외의 대형 아울렛 매장이 떠오른다.

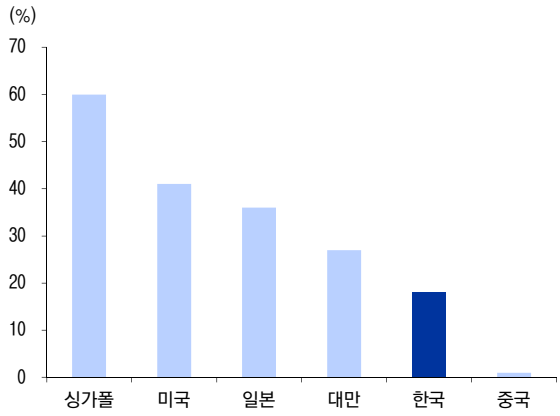
물론 이케아, 한샘 플래그샵, 까사미아 같은 매장이 먼저 떠오를 수도 있겠지만, 공교롭게도 한국 사람들이 가구 구입을 위해 대형 가구 매장을 떠올린 지는 채 10년이 되지 않았다. 한국 가구 시장은 통상적으로 브랜드:비브랜드가 3:7의 비중으로 구성되어 있다고 한다. 산업의 1인당 생산규모가 의류 산업의 두 배에 육박하는 가구 산업이 대형화, 기업화가 된지 얼마 지나지 않았다는 뜻이다. 소규모 및 영세사업자가 한국 가구 시장의 성장을 이끌었던 과거로 인해, 동일한 브랜드와 동일한 스펙의 가구를 구입하기 위해서 발품을 파는 경우가 많았다. 제품별로 가격이 천차만별인데다, 제품의 스펙에 대해서도 소비자가 알기 어려웠다.

그림24 주요 제조업종별 1 인당 부가가치생산액



자료: 통계청 2015년 경제총조사, 이베스트투자증권

그림25 국가별 가구산업 수입 점유율

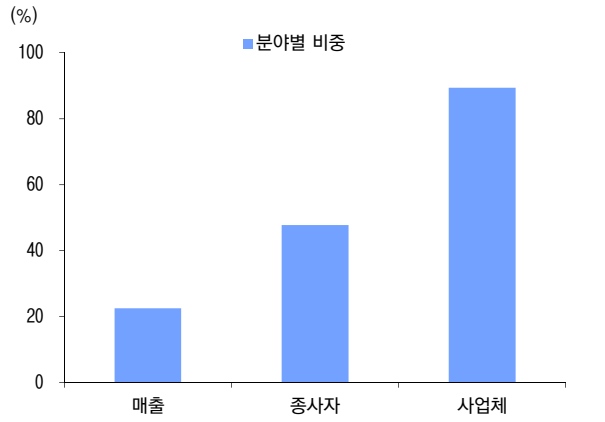


자료: CSIL, World Furniture Outlook, 이베스트투자증권

통계청의 2015년 경제총조사에 따르면 가구 시장에서 10인 미만 가구제조업체의 현황은 전체 사업체의 89%에 육박한다. 가구 업체 규모별 사업체 수 비중을 보더라도, 1~4인 사업체가 70%를 차지할 정도로 가구 시장은 영세한 개인 사업자가 주도하는 시장이었다는 것을 알 수 있다.

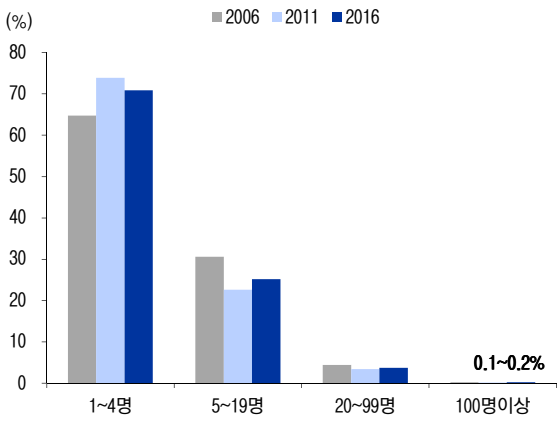
이러한 한국 가구 시장에 한 획을 그은 것이 바로 이케아의 진출이다. 해당 시기 한국의 대표 상장 가구 기업 한샘 역시 한샘 플래그샵 등을 통해 가구 시장의 토탈 솔루션을 제공하면서 한샘~이케아라는 두 개의 공룡이 한국 가구 시장의 업태를 바꾸어 놓는 계기가 되었다. 이사를 해야 가구를 사고, 비싼 가구를 오래 쓰고, 내집이 아니면 꾸미지 않던 한국 사람들의 인식이 변화하면서 이케아 진입 전후로 한국의 '홈퍼니싱' 시장의 확대가 나타나는 계기가 된 것이다.

그림26 10 인미만 가구제조업체 현황



자료: 통계청 2015년 경제총조사, 이베스트투자증권

그림27 가구업체 규모별 사업체수 비중 추이

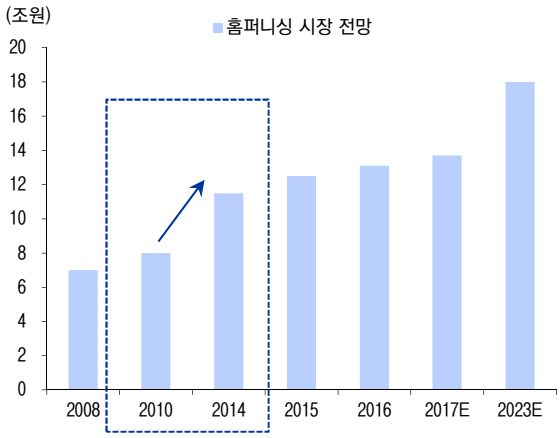


자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림28 2014 년 이케아 한국 진출 이후 1 주년 당시 실적

자료: 이케아, 이베스트투자증권

그림29 홈퍼니싱 시장 규모: 이케아 효과로 초기 성장 확대

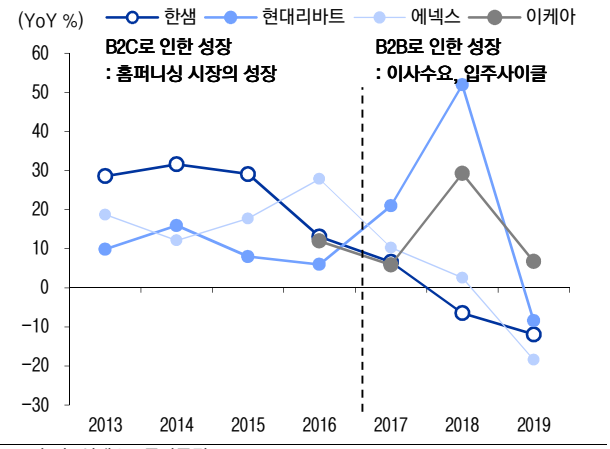


자료: 통계청, 이베스트투자증권

2013~2014년은 따라서 한국 사람들의 홈퍼니싱에 대한 패러다임 전환이 나타나면서 가구의 '표준화'에 대한 니즈가 확대되었다. 기업화된 토탈 가구점의 경우 판매사원에게 집 주소를 알려주면 3D 도면을 통해 대략적인 가구 배치를 해볼 수 있게 되었다. 또한 저렴한 DIY 가구로 집을 더욱 손쉽게 꾸밀 수 있게 되기도 했다. 이러한 B2C 가구 시장의 가파른 성장은 기업들의 홈퍼니싱 사업 진출을 가속화 시켰으며, 현대리바트 역시 미국의 윌리엄스소노마 독점 판매권을 취득하는 등의 기업화, 대형화가 진행되었다.

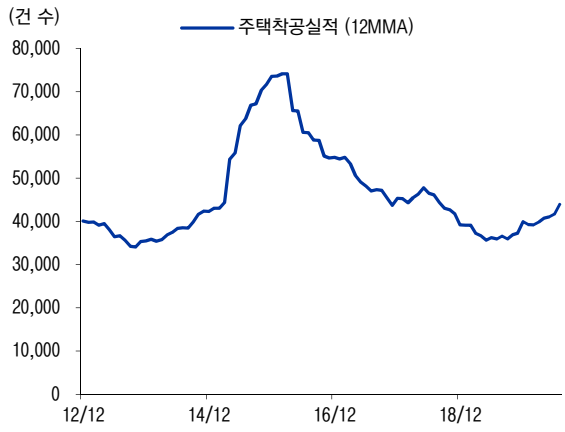
B2C 가구 시장의 표준화에 따른 패러다임 전환이 나타남과 동시에, 한국 부동산 시장은 2014년 금리 인하와 LTV 확대에 따른 단기 부동산 랠리가 나타났다. 주택 착공은 2015년 사상 최대를 기록하였고, 2~3년의 공사 기간을 거쳐 2017~2018년 입주 사이클이 도래하면서 이사 수요가 증가, B2B가 이끄는 가구 시장의 성장이 지속되었다. 가구의 표준화라는 업태의 변화, 입주 사이클의 증가라는 업황의 호조 속에 가구 시장은 황금기를 맞았다.

그림31 주요 가구업체 매출액 성장률 추이



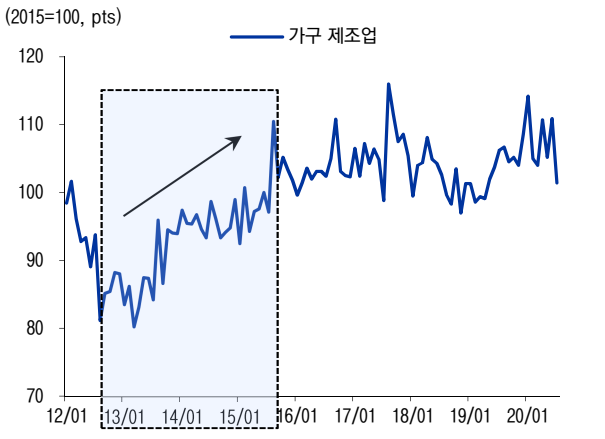
자료: 각 사, 이베스트투자증권

그림32 월별 주택착공실적 12 개월 이동평균 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림33 가구 제조업 월별 출하량 지수



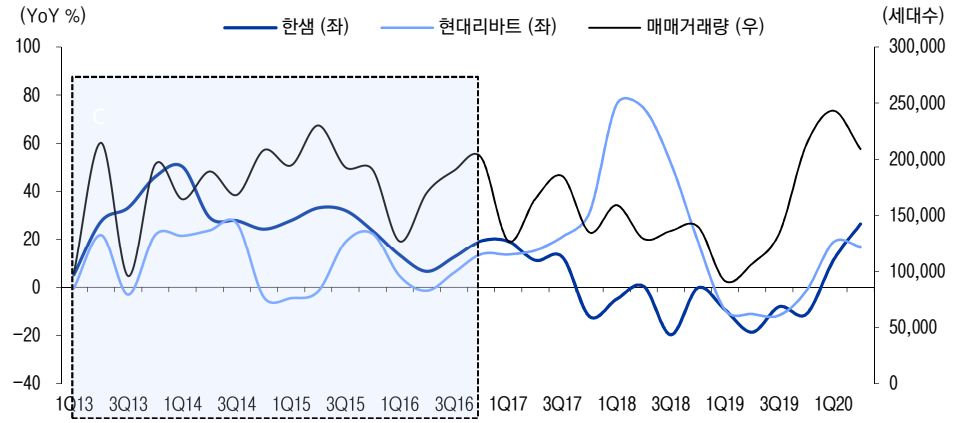
자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림34 현대리바트 윌리엄스소노마 독점 판매권 취득

자료: 현대리바트, 이베스트투자증권

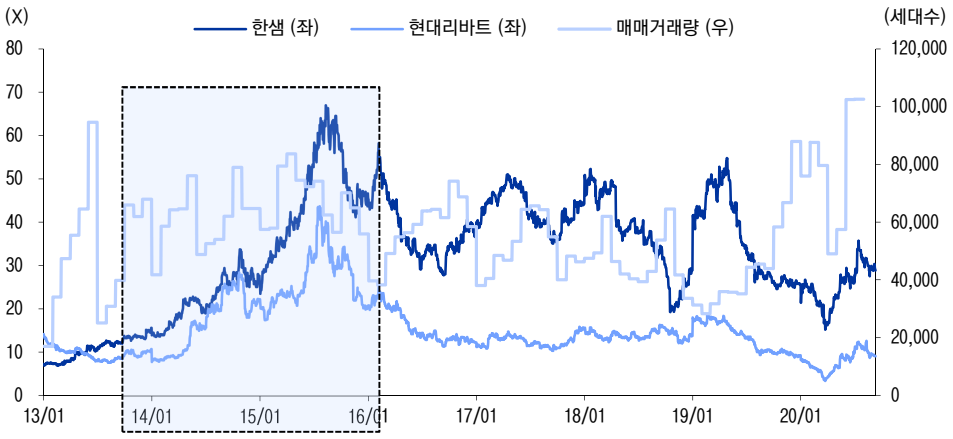
한샘은 B2C가 70%, 현대리바트는 B2B가 70%인 기업이나 가구 시장의 공격적인 성장에 따라서 두 기업 모두 매출액 성장과 멀티플의 슈팅을 기록했다. B2C 비중이 더 높은 한샘이 리바트보다 당연히 높은 멀티플을 받았으나, 현대리바트 역시 착공 물량 확대에 따른 수혜로 멀티플을 40X까지 받았다. 개인의 기업형 가구 수요의 증가뿐만 아니라 아파트 매매거래량의 호조 지속으로 높은 멀티플과 고성장이 기대되었던 시기이다.

그림35 한샘, 현대리바트 분기별 매출액 성장률 추이 및 아파트 매매거래량 (가구의 성장)



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (가구의 성장)



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

리모델링의 보급화, 표준화 니즈 증가 + 임차수요의 집꾸미기 확대

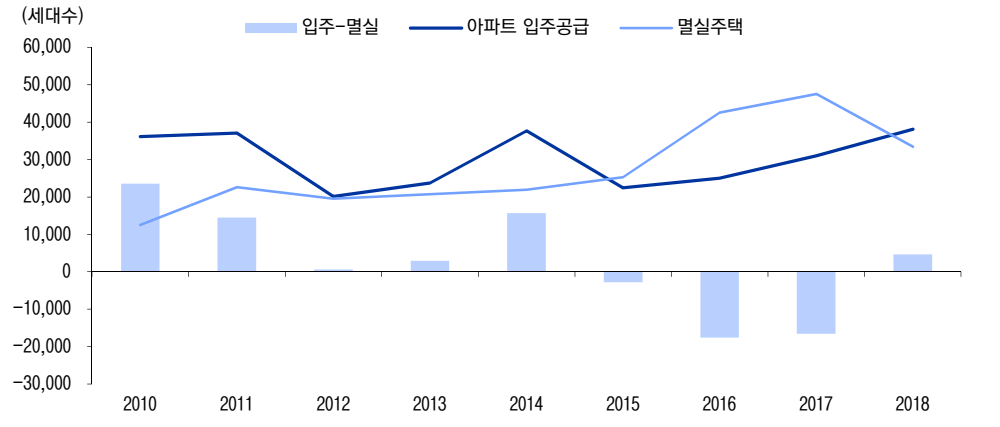
과거 부동산 랠리에는 가구 시장의 패러다임 변화, 표준화에 대한 개인의 니즈가 확대되었다면 최근 부동산 시장은 리모델링 시장에 대한 표준화 니즈 확대가 시장의 성장과 업태의 변화를 이끌 것으로 전망한다. 그 전에 최근 부동산 시장 상황을 몇 가지 점검해보고자 한다.

우선 서울 지역의 아파트 입주 공급과 멸실 주택 차이를 통해 서울 지역의 부족 주택수와 이에 따른 수요를 가늠해보았다. 멸실 주택은 모든 유형의 주거용 부동산의 멸실을 의미하나, 공급은 아파트 공급량 데이터를 사용했다. 한국의 주거 행태가 아파트에 집중되고, 신규 아파트 착공이 주변 멸실을 흡수할 수 있다고 보면 무리한 비교는 아닐 것이다.

지난 정부 초기 부동산 공급 확대 정책으로 많은 물량의 신규 착공이 나타났지만, 입주 사이클이 도래하기 직전인 2016년은 멸실 주택이 입주 공급보다 높은 모습을 보인다. 2017~2018년 입주 사이클이 도래했음에도 2017년의 경우는 입주 공급 보다 멸실 주택이 더 많아진 모습이다. 데이터를 해석하기 나름이지만, 서울 지역의 아파트 절대 입주 공급량이 멸실주택을 감안할 때 그리 여유로운 상황이 아닌 것으로 판단된다. 비교적 아파트 입주 공급이 많았던 2014년과 비교해보면, 멸실 주택의 증가 속도 대비 아파트 입주 공급이 절대적, 상대적으로 모두 부족해 보인다.

서울 지역의 아파트 수요가 비탄력적이고, 공급 역시 재건축 규제 등으로 제한적인 상황에서 금번 정부는 25번의 부동산 규제 대책을 발표하면서 아파트 소비 심리를 자극한 것은 사실이다. 서울 아파트 가격은 오늘이 가장 싸다는 농담은 서울 모든 권역에서 만연하다. 금리는 사상 최저를 기록한 가운데, 풀린 유동성이 개인의 불안한 심리를 자극하여 집을 사게 하고 있는 것일까, 투자수요의 손바뀜이 일어나고 있는 것일까? 그 어느 쪽이든 아파트 매매 거래량은 역대급 폭증이 나타나고 있는 실정이다.

그림37 서울 지역 아파트 입주 공급과 멸실 주택 Gap 비교

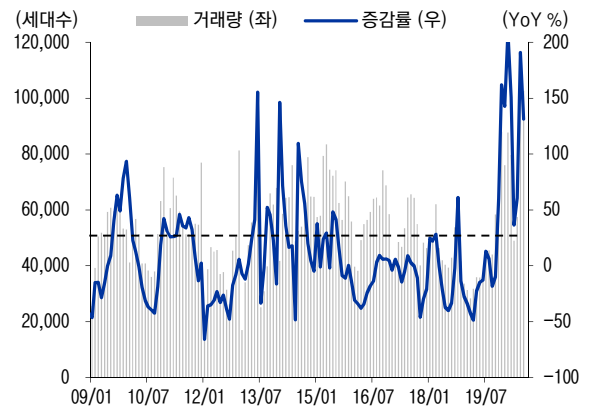


자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

전국 아파트 매매거래량은 장기 월 평균 5만세대 수준으로 거래되곤 한다. 정부 집권 초기에는 거래량이 3만세대까지 떨어지면서 일부 지역의 소폭의 가격 조정 역시 나타났으나, 수차례 규제 대책을 거듭하며 결국 매매 거래량은 6월 한 달 10만여세대라는 사상 최고치를 기록하게 되었다. 6월까지가 정부에서 정한 다주택자의 양도세 감면 시기였기 때문에 매물이 쏟아져 나온 것이라고 한다면, 부동산 매매 비수기인 7월 역시 10만세대가 거래된 점은 전무후무한 현상이다.

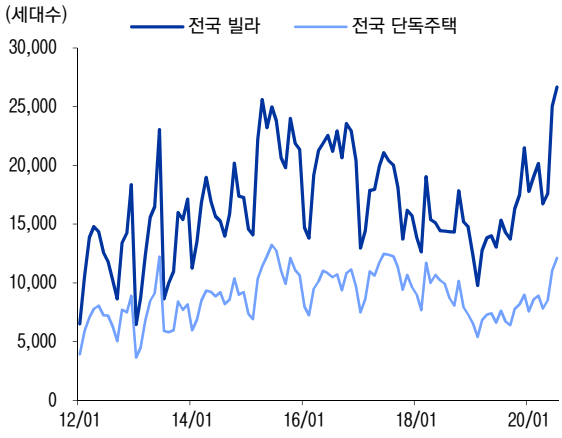
투기수요가 집을 산 것이 아니라 실수요가 집을 샀다는 근거는 비인기 자산인 빌라, 단독주택, 오피스텔까지 거래량이 폭증했다는 점이다. 환금성이 떨어지는 빌라, 감가상각으로 가격 상승폭이 아파트보다 상대적으로 적은 오피스텔까지 매수세가 유입되면서 전국적으로 유례없는 부동산 매수가 나타나고 있다. 이는 임대차3법 이후 월세 전환의 가속화가 두려운 임차인이 매수를 하거나, 주택 보유자가 기존 주택을 처분하고 상급지로의 매수를 시도한 결과로 판단한다.

그림38 아파트 매매거래량 추이: 장기 월 평균 5 만세대



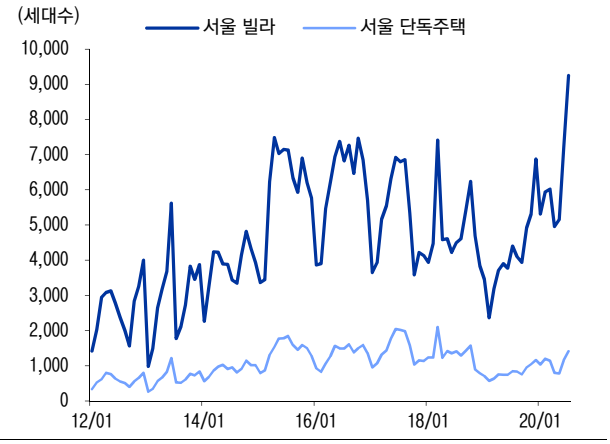
자료: 한국감정원, 이베스트투자증권

그림39 전국 빌라, 단독주택 거래량 추이



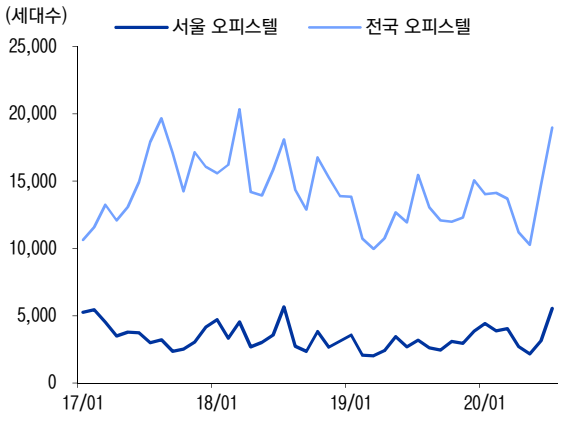
자료: 한국감정원, 이베스트투자증권
주: 빌라는 연립, 다세대, 다가구 합산 기준

그림40 전국 빌라, 단독주택 거래량 추이



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권

그림41 오피스텔 매매거래량 추이

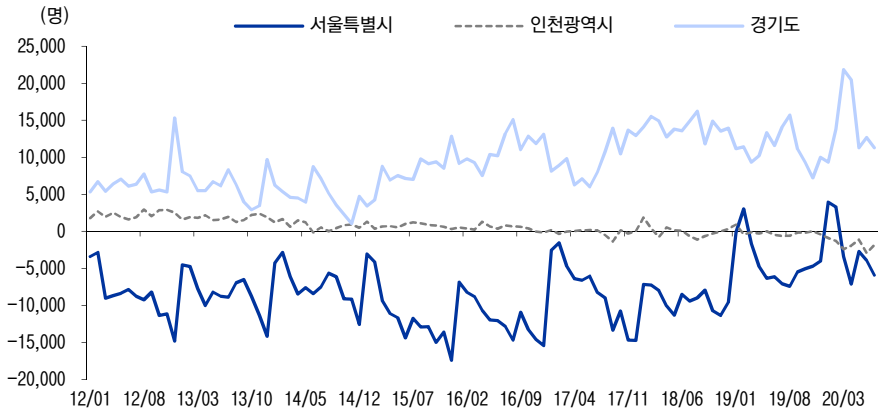


자료: 한국감정원, 이베스트투자증권

서울, 경기, 인천광역시의 인구 순이동 (전입-전출)을 살펴보면, 서울시의 순이동은 감소 폭이 줄어들었다. 최근 전출 대비 전입이 크게 늘었다는 뜻이다. 반면 경기도 역시 전입이 과거 대비 크게 늘어난 모습이며, 인천광역시의 경우 전출 인구가 늘어났다.

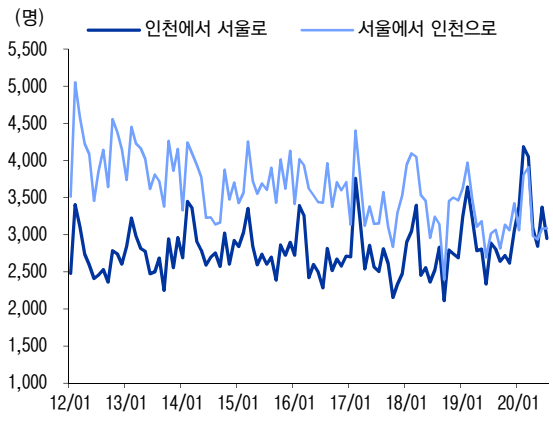
서울과 인천의 인구 이동 추이를 보면, 인천에서 서울로 들어오는 유입 인구는 과거 대비 큰 폭으로 줄어들었으며, 서울에서 인천으로 나가는 이동은 과거 대비 다소 상승한 추세다. 반면 서울에서 경기, 경기에서 서울로의 인구 이동 추이의 경우 경기도 권역이 넓어 추세를 확인하고자 12개월 이동평균으로 비교했다. 12개월 이동평균으로 살펴볼 때 서울에서 경기로 나가는 인구의 증가 속도보다 경기에서 서울로 들어오는 인구의 증가 속도가 가파른 것을 알 수 있다. 종합해보면, 서울로는 경기권에서 유입이 아주 많아졌지만 서울지역은 과거 대비 인천광역시, 경기로의 유출이 조금 늘어났다. 경기를 포함한 전국에서 서울로의 전입이 활발히 증가하고 있다는 뜻이다. 즉, 실수요자의 2급지에서 1급지로의 이동이 나타나고 있는 실정이다.

그림42 주요 지역 인구순이동 (전입-전출) 추이



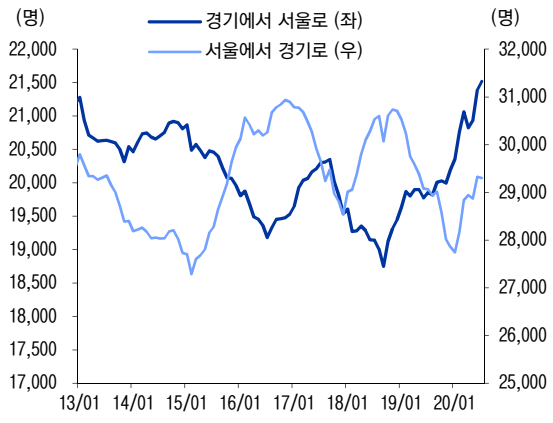
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 서울-인천 인구 이동 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권

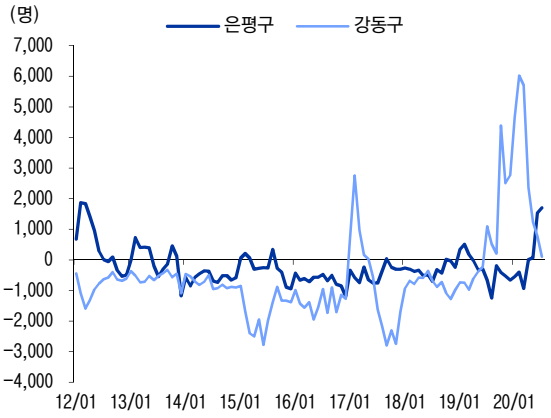
그림44 서울-경기 인구 이동 추이 (12 개월 이동평균 기준)



자료: 통계청, 이베스트투자증권

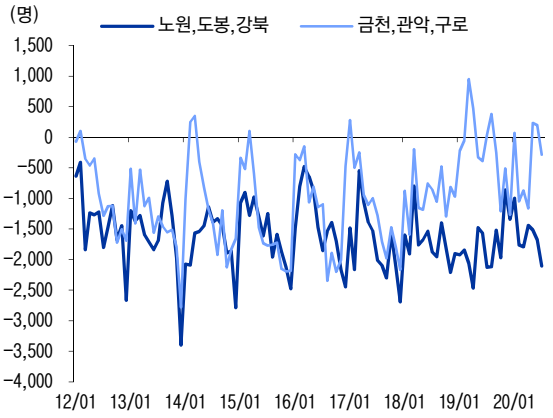
2급지에서 1급지로의 이동, 즉 실수요자의 주거를 기반한 이동은 서울시 구별 인구 유입을 통해 좀 더 명확히 확인할 수 있다. 은평구, 강동구와 같이 비교적 경기도권에 위치적으로 가까우면서 가격이 저렴한 곳은 최근 인구 순 전입이 큰 폭으로 증가했다. 비교적 상급지로 분류되는 강남 3구와 마포,용산,성수 역시 전입이 늘어나는 추세가 지속되고 있다. 노원, 도봉, 강북의 경우 전입이 크게 늘지 않는 반면, 금천, 관악, 구로는 순이동이 크게 늘어난 추세이다. 무주택자는 가격이 허락하는 선에서 서울로, 1주택자와 다주택자는 상급지로의 실거주 전입으로 수요가 이동하면서 거주를 기반으로 하는 실수요를 필두 매매 거래의 확대 속도가 무섭다. 비록 8월의 경우 7월 대비 매매거래가 감소할 것이라는 언론의 보도도 있으나, 지금의 정책 기조라면 실수요의 '영끌' 매매는 그닥 쉽게 진정될 수준이 아닐 것으로 조심스럽게 전망한다.

그림45 은평구, 강동구 순전입 큰 폭으로 증가



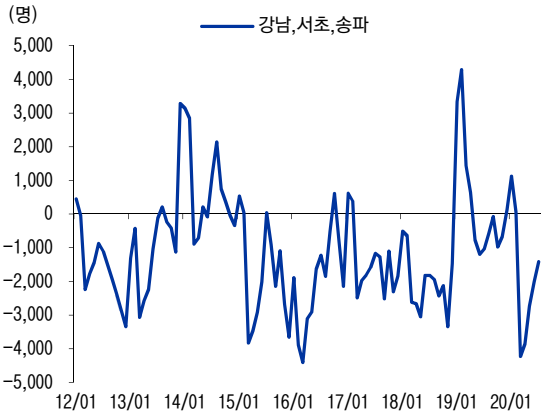
자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림46 노원, 도봉, 강북과 금천, 관악, 구로 순이동 추이



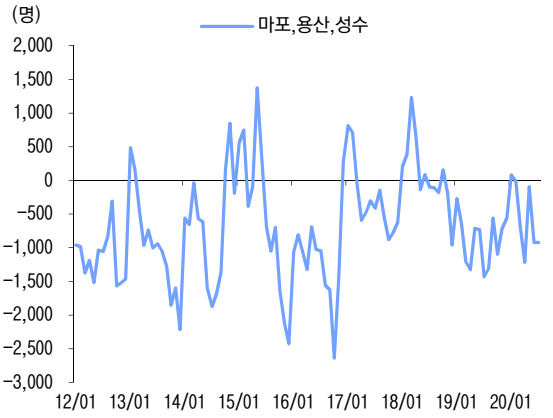
자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림47 강남 3구 순이동 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림48 마포, 용산, 성수 순이동 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권

과거와 달리 갭투자에 따른 시세차익을 노린 매매가 아니라, 개인의 실거주 목적의 매매가 확대되는 현재의 부동산 트렌드에서 당연히 한국 구축 아파트의 전입에 따른 리모델링 수요는 폭증할 수밖에 없다. 이는 지난 한샘 2분기 리모델링 매출에서도 확인할 수 있는 부분이다. 이러한 수요의 폭증에도 불구하고 리모델링 시장은 과거 가구 시장이 그러했듯이 표준화와는 거리가 먼 실정이다.

[표3]은 2017년 당시 26평형 아파트의 보급형 리모델링 견적서 샘플이다. (*아래 견적서는 그저 한 예시일 뿐으로, 업계 대표성은 전혀 없다. 실제 모든 견적서를 비교해보면 동일 면적이라도 항목당 전혀 다른 비중, 전혀 다른 금액이 산출되며 이는 자재, 디자인, 인테리어 업자의 시공 관리 능력 등에 따라 달라질 뿐이다.*) 이 샘플 견적서를 2020년 리모델링 시세로 단순 전환해보면 대략 4천만원의 견적이 계산된다. 샘플 리모델링 비용에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 재료 단가가 비싼 창호 (샷시)이며, 그 다음은 수납장으로 대변되는, 다양한 디자인의 상품이 발달한 붙박이장, 부엌장 등이다. 샘플 견적서상에는 거실 발코니 가격이 다음 비중을 차지하지만, 일반적으로는 욕실의 철거 및 리모델링이 견적의 높은 비중을 차지할 가능성이 높다.

견적서상 인테리어 업체가 수취하는 이윤은 총 공사비의 7~10%, 전체 공사비의 6~9% 수준이다. 4천만원짜리 리모델링을 진행하면 250~350만원 가량이 순이익으로 남는 셈이다. 그렇다면 샘플 견적서 기준으로 이 인테리어 업체는 몇 개의 공사를 진행해야 월 수익이 남는 것일까?

표3 26 평형 아파트 보급형 리모델링 견적서 샘플

공사명	공사내용	2017 (천원)	비중 (%)	2020E (천원)
확장공사	**거실 발코니**	**2,741**	**11.5**	**4,175**
창호공사	**샷시**	**4,750**	**19.9**	**7,235**
도어공사	현관 기본 하드웨어	87	0.4	133
목공사	몰딩 외	653	2.7	995
타일공사	화장실, 주방, 발코니, 현관	1,448	6.1	2,206
도기공사	화장실	734	3.1	1,118
수전공사	화장실	734	3.1	1,117
도장공사	페인트	1,600	6.7	2,437
가구공사	**싱크대, 신발장, 붙박이장**	**3,793**	**15.9**	**5,777**
바닥공사	강마루	1,870	7.8	2,848
도배공사	실크벽지	1,891	7.9	2,880
전기공사	콘센트류, 감지기 등 교체	400	1.7	609
조명공사	LED교체	872	3.7	1,327
철거공사	마루, 도어, 화장실, 몰딩, 루바 등	940	3.9	1,432
기타공사	기타	1,362	5.7	2,075
총 공사비		23,874	100.0	36,364
이윤 (공사비 7%)		1,671		2,545
잡비 (공사비 3%)		716		1,091
공사비 합계		26,261		40,000

자료: 업계자료, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년 기준 샘플일 뿐 대표성은 없으며, 2020년은 단가 50% 상승을 단순 가정함

[표3]을 기준으로 인테리어 업체의 월 사무실 임대료 (150만원 가정)와 관리비 (20만원 가정)를 제거한 순이익은 건당 85만원이 된다. 인테리어 업체가 200만원 이상의 순수익을 벌기 위해서는 매월 최소 2~3건의 리모델링을 진행해야 한다는 뜻이다. 과연 인테리어 업자의 마진은 7~10%가 맞을까?

한샘의 지난해 B2C 매출 중에서 인테리어 가구 비중은 45.3%, 리모델링은 나머지 54.7%를 차지한다. 한샘은 사업 부문별 마진률을 제공하지 않기 때문에 각 부문별 마진 레벨은 알 수 없으나, 전체 사업부 연도별 매출총이익률 추이를 그려보면 대략 25~30% 수준의 마진 레벨을 기록하고 있다. [표3]에서 표기한 인테리어 업체 마진은 아마도 과소 계상된 수준이 아닐까 추정해볼 수 있다.

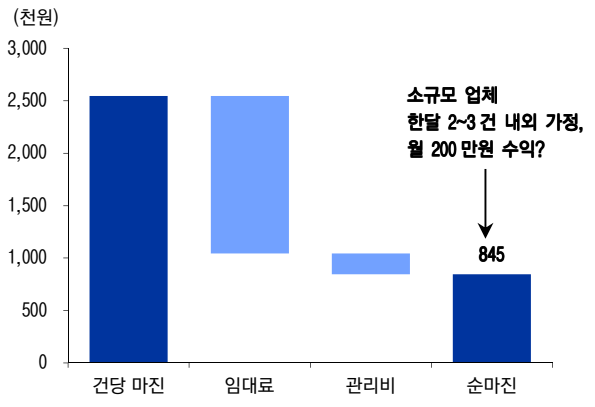
이렇듯 리모델링 시장은 표준화, 기업화, 대형화 되어 있지 않다 보니 많은 소비자 분쟁이 발생하는 영역이다. 쓰고 버릴 물건도 아니고, 직접 거주할 공간이다 보니 시공 품질과 하자에 대한 많은 법적 다툼이 생기는 영역이다. 소비자원 빅데이터분석시스템에 따르면 리모델링 관련 피해 상담 건수는 2015년 4천건에서 2019년 5,200건으로 크게 증가했다. 리모델링 하자는 기업형 리모델링 업체인 한샘 역시 자유로울 수 없는 부분이며, 주변에서 리모델링 하자로 인해 고통받는 수많은 사례를 아주 쉽게 접할 수 있다.

표4 소비자원 연도별 피해 상담건수 상세

연도	피해상담건수	세부내용
2015	4,451	품질 22.9%(1,021건), 계약불이행 19.9%(884건), AS불만 17.9%(796건)
2016	4,698	품질 23.2%(1090건), 계약불이행 21.8%(1,025건), AS불만 19.5%(915건)
2017	5,010	계약불이행 24.5%(1,228건), 품질 23.4%(1,173건), AS불만 19.4%(972건)
2018	5,279	품질 24.9%(1,315), 계약불이행 23.7%(1,249건), AS불만 19.6%(1,036건)
2019	5,218	품질 25.8%(1,348건), 계약불이행 24.3%(1,270건), AS불만 21.2%(1,105건)

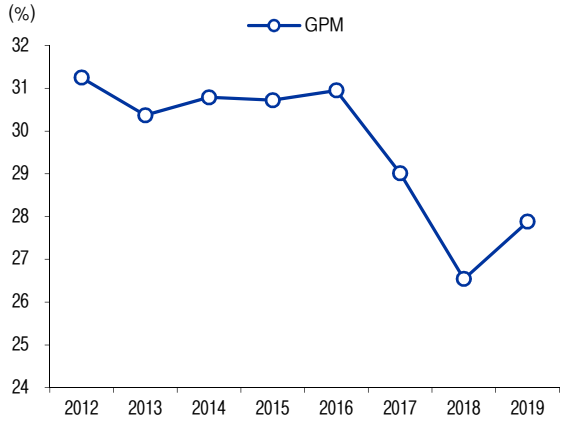
자료: 소비자원 빅데이터분석시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 [표 3]을 기준으로 한 건당 순마진 추정



자료: 이베스트투자증권
주: 샘플 기준이며, 대표성은 없음

그림50 한샘 전 사업부 연도별 매출총이익률 추이



자료: 한샘, 이베스트투자증권
주: B2C, B2B를 포함한 전 사업부 기준임

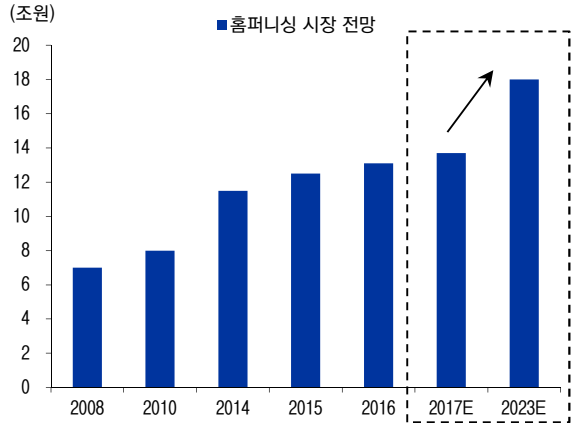
리모델링도 가구 시장처럼 규격화, 표준화 되어 투명성이 강화되면 얼마나 좋을까? 이미 건설/건자재 업체들은 리모델링 시장의 표준화에 대응하기 위해 다양한 전략을 출범시켜 테스트런 단계를 거치고 있다. 건자재 업체인 케이씨씨글라스의 경우 '홈씨씨인테리어'를 론칭하고, 가구 업체인 에넥스, 체리쉬와 파트너십을 체결하여 B2C 리모델링 시장에 진출하였으며 LG하우시스의 경우도 '지인' 제휴점 확정 및 홈쇼핑 진출을 통해 B2C 시장 저변을 넓혀가고 있다. 이건창호의 '이건하우스', 유진기업의 '홈데이 원' 등 다양한 건자재 기업들은 B2C 시장의 표준화를 위한 직영 리모델링/인테리어 매장 설립을 앞다투어 해나가고 있다. 리모델링 대표 주자인 한샘의 경우도 시공 전문 회사인 '서비스원'을 출범하여 리모델링에서 발생하는 다양한 A/S에 대응하고, 시공 품질의 표준화 및 전문화를 도모하고 있는 실정이다. 이러한 리모델링 표준화 니즈와 기업의 선제적 대응으로 인해 한국 인테리어 시장은 또 다른 레벨업을 눈앞에 두고 있다.

표5 건설, 건자재 업체 리모델링/인테리어 표준화 시장 대응 전략

구분	기업	대응
건자재	케이씨씨글라스	인테리어 전문 브랜드 '홈씨씨인테리어' 론칭 가구업체인 에넥스, 체리쉬와 파트너십 체결
	LG하우시스	직영전시장에 창호, 바닥재 등과 함께 욕실, 가구제품 전시 홈쇼핑 방송 진출 및 인테리어 할부금융 출시 (신한)
	대림바스	주방, 도어, 창호, 마루 등을 취급하는 '대림디움' 론칭
	이건창호	인테리어 직영매장 '이건하우스' 론칭
	유진기업	인테리어 매장 '홈데이 원' 오픈
가구	한샘	통합 인테리어 서비스 '리하우스' 론칭 창호, 바닥재, 중문 등 판매 제품군 확대 건자재 분야 시공을 담당하는 '서비스원' 설립
	현대리바트	월리엄스소노마 독점 판매 계약 체결, 생활용품 시장 영업 강화 자재 유통 기업 현대H&S 합병
건설	아이에스동서	이누스로 욕실 리모델링 시장 공략 (현재는 매각)
	삼성물산	스웨덴 홈퍼니싱 브랜드 '그라니트(GRANIT)' 론칭

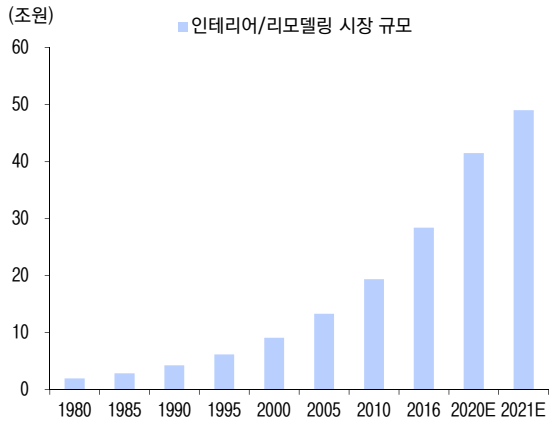
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 홈퍼니싱 시장 규모: 표준화, 기업화되며 성장



자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림52 리모델링/인테리어 시장 규모

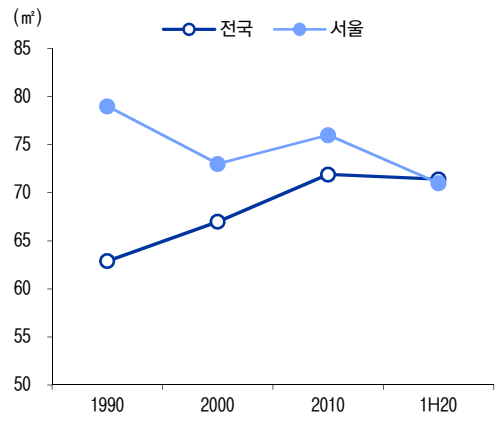


자료: 한국건설산업연구원, 이베스트투자증권

홈퍼니싱, 인테리어 시장은 앞서 살펴본 실거주 매매수요 확대에 따른 리모델링 표준화 이외에도 '집꾸미기' 수요의 증가에 따른 또 다른 패러다임 전환과 마주할 것으로 예상한다. 우리 나라는 일본과 비슷하게 1, 2인 가구의 비중이 증가하고, 15~25년된 공동주택의 비중이 늘어나면서 주택이 노후화되고 있다. 또한 우리 나라는 미국과 비슷하게 세대당 주거 면적이 전국은 증가하는 반면에, 서울은 좁아지고 있다. 서울 거주 인구 수를 고려할 때, 많은 사람들이 점차 좁은 집에 살고 있다는 뜻이다.

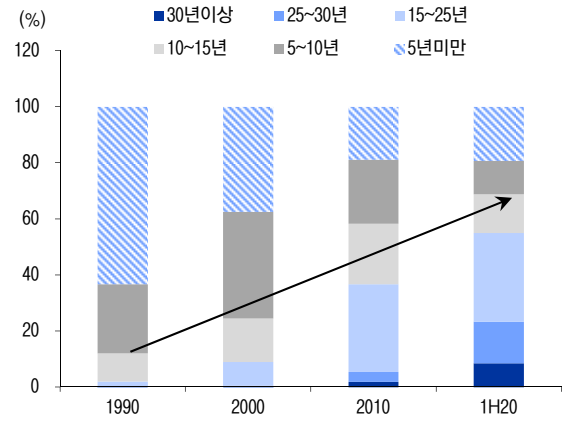
노후화된 주택의 증가와 주택 면적의 축소는 주거의 질과 직관된다. 결국 1~2인 가구의 증가로 인해 소형 주택의 실수요가 늘어나면서 과거 대비 나빠진 주거 환경을 개선하려는 움직임들이 많아지고 있다. 4인 가족이 전세/월세집은 꾸미지 않고 대충 살다가, 실수요로 학군 좋은 집으로 매매하여 이사하고 나면 비싼 가구를 들여 집을 꾸몄다면, 이제는 1~2인 가구가 작은 공간에서도 깨끗한 집, 예쁜 집, 나만의 개성이 반영된 집을 합리적인 가격에 꾸미고자 하는 욕구가 높아졌다는 뜻이다. 이는 마치 가성비를 중시하는 미국의 밀레니얼의 소비 행태와 유사하다.

그림53 우리 나라 세대당 주거 면적



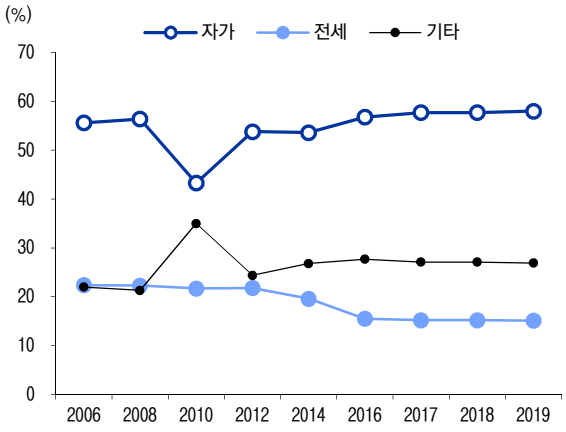
자료: 부동산지인, 이베스트투자증권

그림54 연한에 따른 공동주택 세대 비율



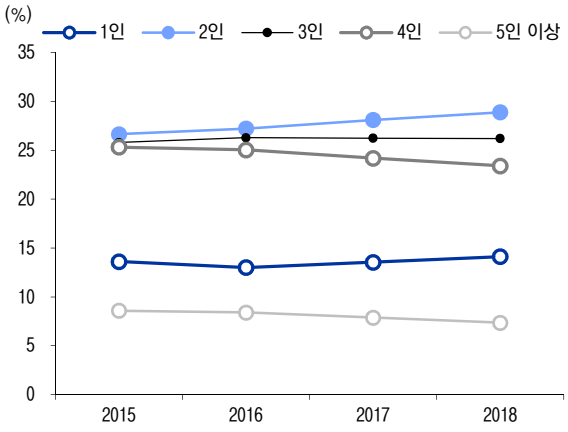
자료: 부동산지인, 이베스트투자증권

그림55 주택 소유 구분별 비중 추이



자료: 통계청 주택총조사, 이베스트투자증권
주: 기타는 보증금있는월세, 보증금없는월세, 무상, 사글세의 합

그림56 가구수 별 세대 구성 추이



자료: 통계청 주택총조사, 이베스트투자증권
주: 주택과 아파트의 합

주택저널의 2019년 집꾸밈 의식 조사에 따르면, 인테리어를 바꾸고 싶을 때가 언제인지를 묻는 설문에 당연히 가장 높은 비중을 차지한 것은 '새로 이사했을 때'이다. 그러나 고무적인 부분은 두 번째로 높은 비중을 차지한 것이 '특별한 계기가 없이 집을 꾸미고 싶다'는 항목이 무려 21%를 차지한다는 것이다. 우리 나라 사람들은 더 이상 이사를 가야지만 집을 꾸미지 않게 되었다. 이는 소득의 증가에도 불구하고 가파른 부동산 가격의 상승과 도심지역 재건축 규제 확대로 인한 거주 환경 악화가 불러일으킨 자연스러운 현상이라고 할 수 있겠다.

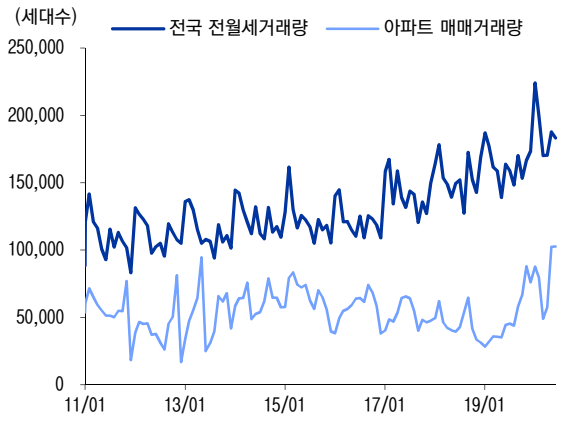
최근 매매거래량의 급증 못지 않게 전월세 거래량 역시 큰 폭을 늘어났는데, 그 중 비중을 보자면 월세 거래의 급증이 급격하게 나타나고 있는 실정이다. 정부의 임대차3법에 따라 전세 보증금 인상률이 5%로 제한되고, 보유세 확대에 따른 임대인의 세 부담이 증가하면서 전세의 월세 전환이 가속화되고 있다. 이를 피하기 위해 앞서 살펴본 것과 같이 매매거래량이 폭증하고 있지만, 사실상 '영끌'매매가 증가하다 보니 비교적 가격이 저렴한 실속형 리모델링 상품 또는 가성비가 좋은 인테리어 소품 구입 증대 등이 나타나고 있다.

표6 인테리어를 바꾸고 싶을 때: 특별한 계기 없이 집을 꾸미고 싶다

항목	(%)
새로 이사했을 때	34.3
특별한 계기 없이 집을 꾸미고 싶을 때	**21.1**
집이 낡았을 때	18.4
가구원, 생활패턴 변화시	13.2
계절이 바뀔 때	12.1

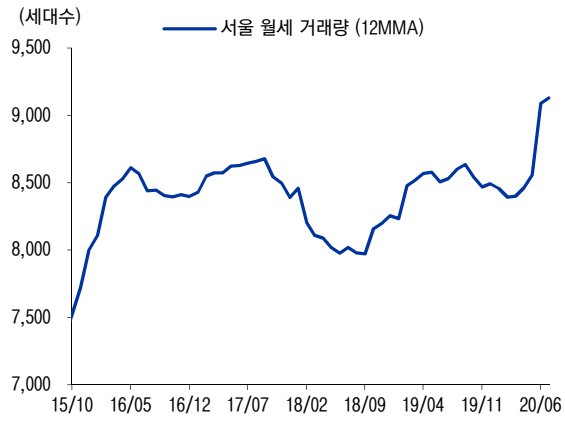
자료: 주택저널 집꾸밈의식조사 (2019), 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 전월세 거래량과 아파트 매매거래량 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권

그림58 서울 월세 거래량 12 개월 이동평균 추이



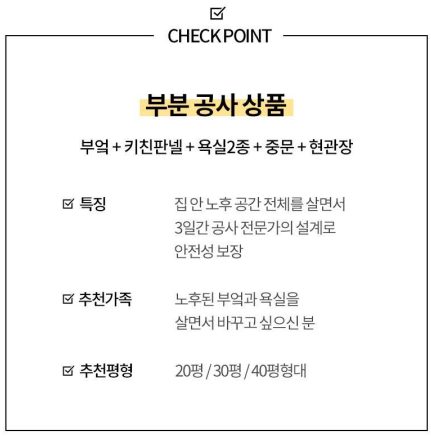
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권

한샘의 저가 리모델링 포트폴리오인 '수퍼화이트'의 경우 평당 99만원이라는 파격적인 리모델링 가격을 제시하며 '영끌' 매매 실수요자의 리모델링 수요를 흡수하고 있다. 과거에는 무조건 이사, 매매시에 리모델링을 하는 것이 고착화 되어 있었다면, 이제는 부엌과 욕실을 필두로 한 거주 리모델링 수요 역시 증가하고 있다. 1주택이지만 다른 집도 가격이 올라 이사를 갈 수가 없는 실수요자의 경우 이러한 부분 리모델링 상품으로의 문의가 증가하는 실정이다. 또한, 자가가 아니라면 수리를 하지 않던 과거와는 달리 내 집 마련이 점차 어려워지면서 임차인이 스스로 임차 기간 동안 깨끗하게 살고 싶은 욕구로 욕실, 부엌 등을 부분 리모델링 하는 사례 역시 증가하고 있다. 집 꾸미기에 대한 우리 나라 시장의 높은 관심은 유통 업체가 다양한 홈데코 브랜드를 출시하게 하는 계기가 되었다. 매매할 당시에만 수리하고, 자가여야만 고치고, 리모델링은 무조건 비싸고 고급스럽게 단장하는 것이라는 패러다임이 그 어느 때보다도 다양하게 전환되고 있는 것이다.

그림59 한샘 저가 리모델링 포트폴리오

자료: 한샘, 이베스트투자증권

그림60 한샘 거주 리모델링 (부분공사) 상품



자료: 한샘, 이베스트투자증권

그림61 유통업체 주요 홈데코 브랜드 비교

브랜드	상세
신세계 JAJU	2011 년 이마트에서 신세계인터네셔널로 양도 생활용품, 인테리어 소품, 침구 등 취급
롯데 무인양품	2004 년 일본 양품계획과 롯데상사 6:4 공동투자 생활용품, 주방용품, 침구, 가구, 의류 등 취급 2015 년 식품 및 가전으로 취급 대상 확대
H&M Home	2014 년 10 월 국내 진출 (제 2 롯데월드몰) 침구류, 홈웨어, 생활잡화 취급
Zara Home	2014 년 11 월 국내 진출 (파르나스몰) 침구류, 생활잡화 취급
NIKO and	일본 라이프스타일 SPA 브랜드 2014 년 7 월 강남역 1 호점 진출

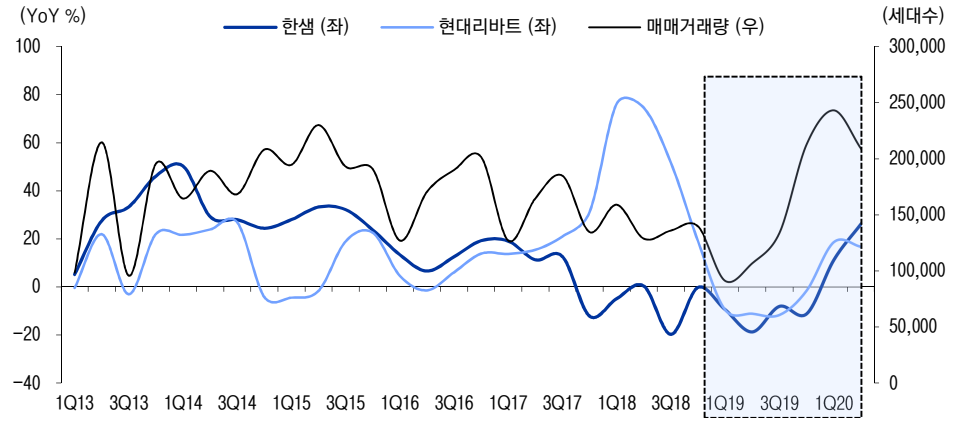
자료: 각 사, 이베스트투자증권

그림62 세입자의 욕실, 부엌 부분 리모델링도 증가

자료: 하우스텝, 서울경제, 이베스트투자증권

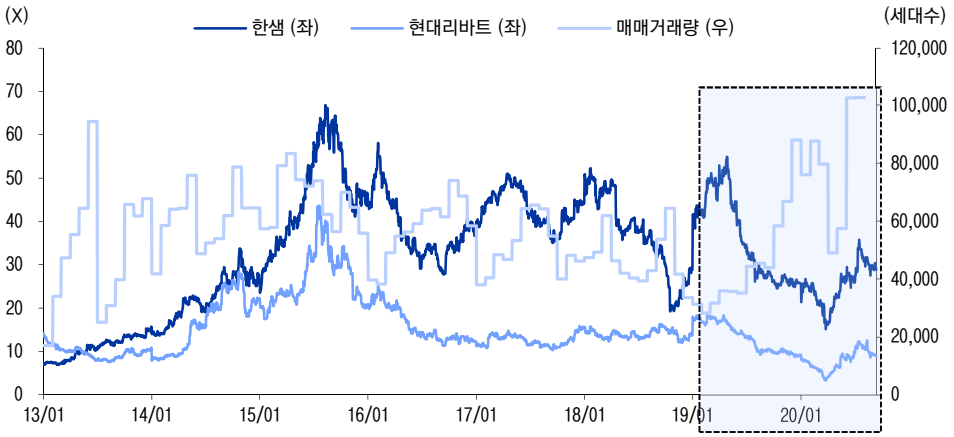
결론적으로는 한샘, 현대리바트와 같은 인테리어/리모델링 주력 종목들은 2014년 부동산 랠리 당시에는 1) 가구 시장의 표준화, 2) 이사 수요 확대, 3) 착공 물량 증가에 따른 업황 및 업태의 전환이 동시에 나타나면서 멀티플 프리미엄이 나타났었다면, 이제 다시금 그러한 사이클을 만날 시기가 도래한 것이 아닌가 하는 판단이다. 지금의 인테리어 시장은 1) 리모델링 시장의 표준화, 2) 실수요자의 매매 수요 확대, 3) 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리 때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고 있는 것이다.

그림63 한샘, 현대리바트 분기별 매출액 성장률 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

코로나 19 가 바꾼 주거 트렌드

홈오피스, 홈스쿨, 홈캉스의 시대

코로나19 이후 일본의 LIXIL, Nitori, 미국의 Home Depot, Way Fair 등 대표 건자재 업체들의 실적 증가, 주가 슈팅이 나타나고 있습니다. 일본의 경우 홈오피스의 증가에 따른 사무용품 구매 확대가 나타나고 있으며, 저렴한 가격에 가구를 빌리는 가구 구독 서비스도 출시 되었습니다. 미국은 펜데믹 초기에는 휴지, 손세정제, 식량 비축 등에 소비가 집중되었다가, 보다 안락한 격리 생활을 추구하려는 심리가 확대되면서 가구 및 홈데코의 소비가 증가하는 모습입니다.

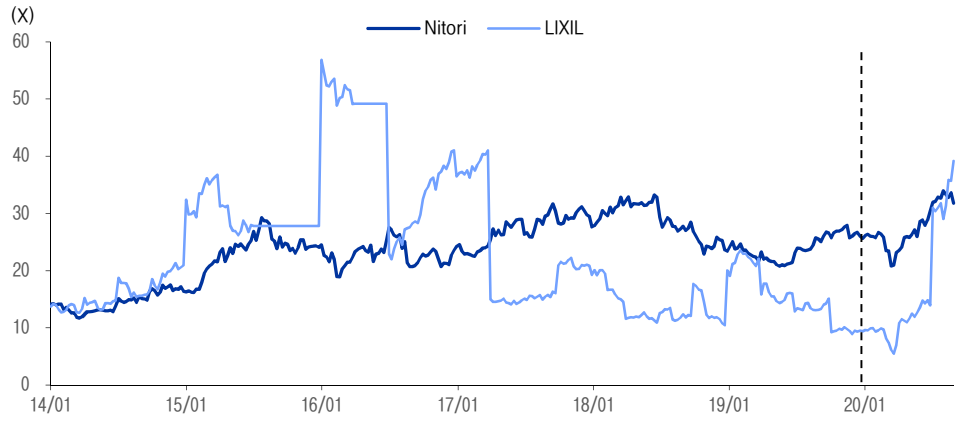
우리 나라 역시 이러한 비대면/온라인 집꾸미기 수요 확대 기조 속에, 집꾸미기 스타트업 버킷플레이스의 '오늘의집' 어플이 수혜를 받을 것으로 기대됩니다. 오늘의집은 유저들이 직접 본인이 꾸민 거주 공간을 업로드하는 온라인 집들이를 제공하며, 제품을 판매하기도 하고 시공 업자를 연결해주기도 합니다.

홈오피스, 홈스쿨, 홈캉스의 시대

글로벌 인테리어 업체들의 실적, 주가 호조세

일본의 이케아라고 불리는 대표 가구 업체인 Nitori는 홋카이도 삿포로에 본사를 둔 가고 소매 대기업으로, 일본에서 약 550개의 매장을 운영하고 있다. 대만과 중국에도 100여개의 매장을 보유하고 있으며, 일본의 버블 경제 불황기에도 가성비 좋은 가구, 홈데코 제품을 공급하며 안정적이고 꾸준한 성장을 지속해왔다. 또한 일본의 최대 건자재, 설비업체인 LIXIL은 아시아, 유럽 등 총 54개의 연결종속회사를 보유하고 있는 거대한 기업으로 주택용 고급 욕실 제품인 'American Standard'를 보유하고 있는 회사이다. 일본 주택시장 성장의 한계에도 불구하고 최근 두 회사 모두 코로나19 이후 주가가 리레이팅 되고 있는 모습이다.

그림65 일본 최대 가구업체 Nitori, 리모델링/건자재 업체 LIXIL 코로나 19 이후 주가 리레이팅



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 일본의 이케아, Nitori 매장 전경

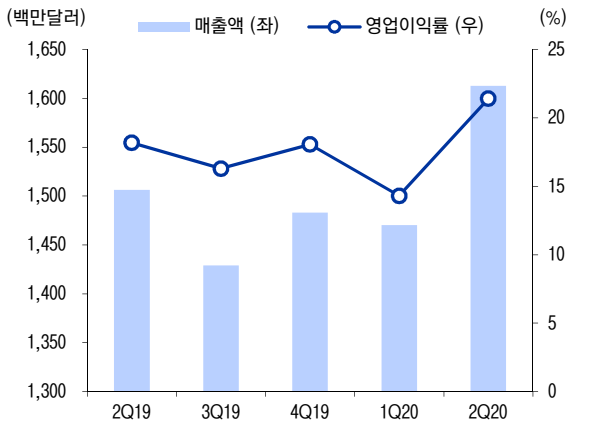
자료: Nitori 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 LIXIL, 아메리칸스탠다드 보유로 욕실 수리에 강점

자료: LIXL 이베스트투자증권 리서치센터

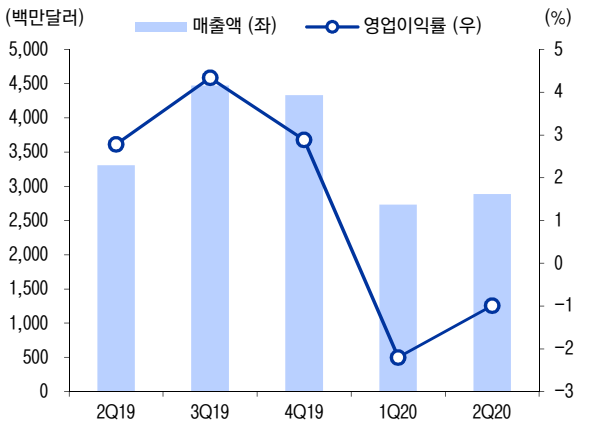
Nitori와 LIXIL의 분기별 실적 추이를 살펴보면, 실제 코로나19 이후 매출액이 상승한 모습을 확인할 수 있다. 코로나19로 인한 홈캉스, 홈오피스와 같은 홈코노미(Home+Economy)가 매출 증가를 견인한 것으로 볼 수 있겠다. Criteo가 발표한 일본 가구 품목별 판매 추이를 살펴보면, 코로나19로 SOHO (Small Office, Home Office)가 증가하면서 의자를 구매하는 비중이 크게 증가했다. 재택 근무가 장기화 되면서 업무 효율성 저하에 따라 새로운 가구를 구입하거나, 주거용 부동산에 워크 라운지를 도입하는 등의 새로운 시도가 나타나고 있다. 닛테츠코와부동산은 2021년 4월부터 1인 가구 전용 아파트에 의자, 책상, 와이파이, 복합기, 무인 편의점 등이 구비된 워크라운지를 설치하여 월 500엔의 정액 요금으로 시설 이용이 가능하도록 할 계획이다. 또한 코로나19로 가성비 가구에 대한 수요가 증가하면서, air Room은 3D 배치도를 제공하여 원하는 가구를 자유롭게 배치해보고 이를 바탕으로 가구를 비대면으로 '구독'하는 렌탈 서비스를 제공하고 있다. 렌탈 가격은 정가의 1/20 정도로, 코로나19로 주머니가 가벼워진 소비자의 집꾸미기 욕구를 만족시키고 있다.

그림68 일본 Nitori 분기 매출액, 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 일본 LIXIL 분기 매출액, 영업이익 추이

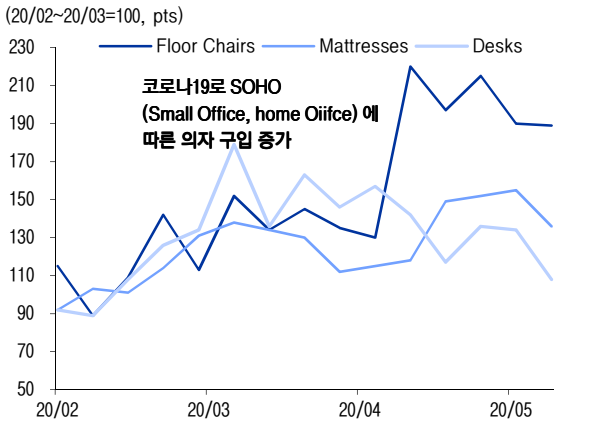


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 일본 Air Room, 가구 3D 배치 및 렌탈 제공

자료: air Room, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 일본 품목별 가구 판매 추이



자료: Criteo, 이베스트투자증권 리서치센터

코로나19로 인한 가구 소비 패턴의 변화는 미국에서도 확인할 수 있다. 미국 품목별 소매판매 추이를 살펴보면, 펜데믹 초기에는 휴지, 손세정제, 식량 비축 등에 소비가 집중되었다. 반면 미국 대기업들이 대부분 연말까지 재택근무를 연장하고, 독립기념일 연휴 이후로 코로나19 감염자가 전국적으로 다시금 급증함에 따라 보다 안락한 격리 생활을 추구하려는 심리가 확대되면서 가구 및 홈데코의 소비가 증가하는 모습이다. 코로나19 초기 식료품, 개인 위생용품은 전월 대비 26%, 5% 가량 증가하였으나 4월부터는 매수세가 조금 사그라들었고, 5월로 접어들면서는 오히려 취미생활용품, 가구/홈데코, 전기전자제품 등의 소매 판매가 증가했다.

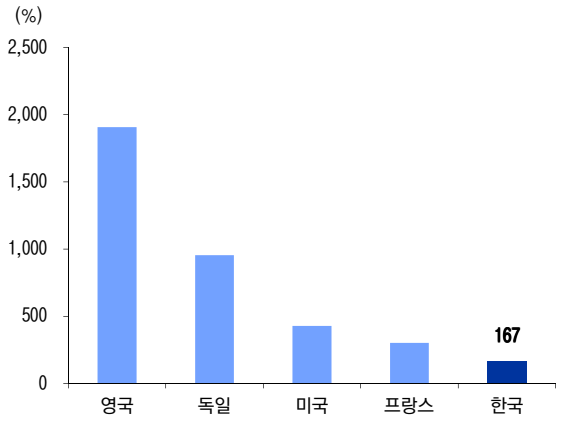
실내 생활뿐만 아니라 코로나19로 인해 야외 공간, 집 마당, 베란다 등을 이용한 '홈베케이션' 수요 역시 증가하면서 야외용 가구의 판매 역시 호조를 기록하고 있다. 이는 미국뿐만 아니라 유럽, 우리 나라 등에도 나타나는 현상이다. 이에 따라 미국의 가구판매는 내구재/비내구재를 아울러 큰 폭의 성장을 기록하고 있다.

표7 월별, 품목별 미국 소매판매 추이

(MoM %)	2월	3월	4월	5월	6월	7월
전체 소매판매	-0.4	-8.3	-14.7	18.2	8.4	1.2
식료품	**-0.1**	**26.9**	**-12.8**	**2.2**	**-1.5**	**0.2**
개인위생용품	**-0.4**	**5**	**-14.8**	**1.5**	**6.9**	**3.6**
의류	-1.6	-49.4	-75.2	176.7	98.8	5.7
취미생활용품	**-0.2**	**-17.8**	**-33.7**	**78.0**	**27.6**	**-5.0**
가구,홈데코	**-0.9**	**-21.1**	**-48.8**	**79.1**	**37.4**	**0.0**
자동차용품	-0.5	-25.7	-12.3	48.7	9.1	-1.2
전기전자	**-0.9**	**-11**	**-43.2**	**36.5**	**37.6**	**22.9**
주유	-2.9	-16.5	-24.4	11.9	14.8	6.2

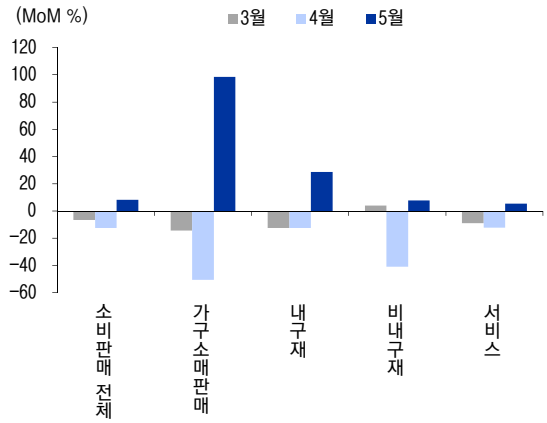
자료: Statistics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 글로벌 야외용 가구 판매 1 월 대비 증가율 추이



자료: Criteo, 이베스트투자증권 리서치센터

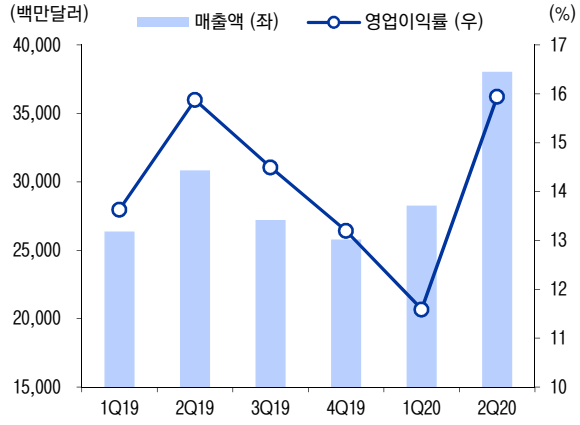
그림73 미국 내구재, 비내구재 판매 추이



자료: US Census Bureau, 이베스트투자증권 리서치센터

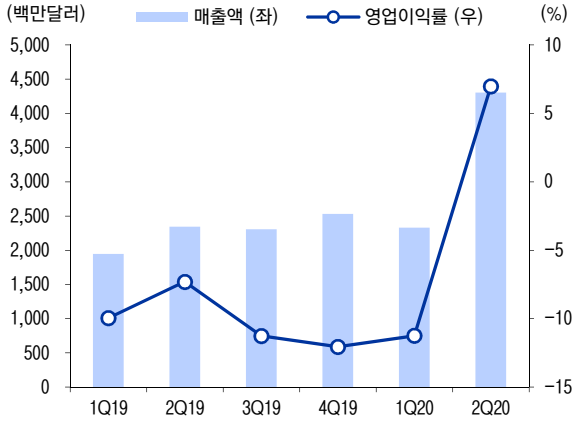
2002년 설립된 가구 전문 온라인 상거래 판매 기업인 Way Fair는 미국 전체 온라인 가구 판매량의 33.4%를 점유하고 있다. (아마존 29.7%로 2위) Home Depot는 세계 최대 건축자재 및 인테리어 도구 회사로 가구, 조명, 도구 등 모든 홈데코 물품을 취급한다. Way Fair, Home Depot 두 기업 모두 코로나19 이후 매출액이 큰 폭으로 성장하면서 일본과 같은 홈코노미 수요가 매출을 견인하는 모습을 확인시켰다. 비대면 수요가 증가하면서 Way Fair의 매출 증가, 집에 머무는 시간이 늘어나면서 집을 수리하는 도구, 인테리어 자재 등의 수요가 증가하면서 Home Depot의 매출이 증가한 것이다. 이에 따라 두 기업 모두 코로나19 이후 주가 슈팅이 나타나고 있다. 미국의 품목별 가구 판매를 살펴보면, 코로나19로 인한 재택근무 확대로 일본과 유사하게 홈 오피스 능률을 올리기 위한 책상 구매가 늘어나고 있으며, 뿐만 아니라 거주 시간이 길어지면서 침실 가구인 매트리스 구매 역시 증가하고 있다.

그림74 미국 Home Depot 분기 매출액, 영업이익 추이



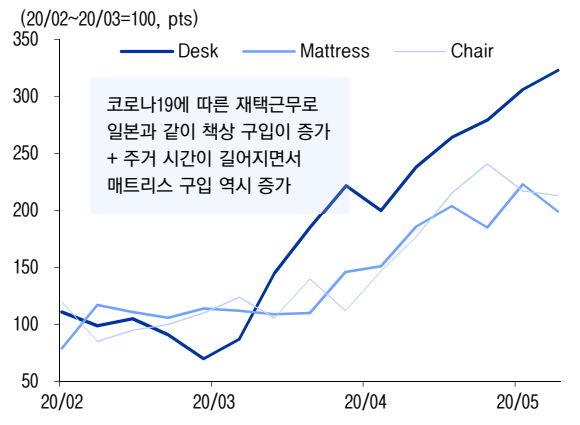
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 미국 Way Fair 분기 매출액, 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 미국 품목별 가구 판매



자료: Criteo, 이베스트투자증권 리서치센터

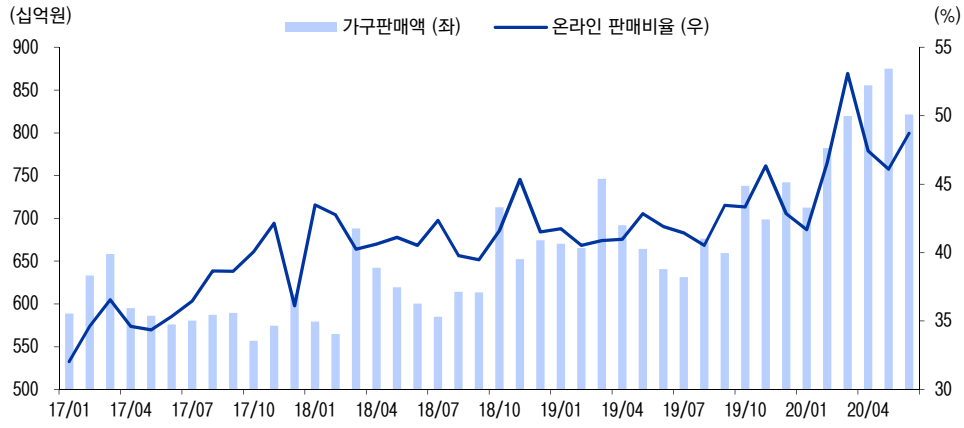
그림77 미국 Home Depot 12M Forward PER 추이

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

미국, 일본과 마찬가지로 우리 나라 역시 코로나19 이후로 가구 소매판매가 상당히 증가한 것을 확인할 수 있다. 월별 가구 소매판매는 2019년 월 평균 6,800억원에서 최근 8,000억원까지 증가한 실정이다. 특히 비대면 수요의 증가에 따라 직접 가구를 만져보고 구매하는 것을 선호하는 우리 나라 문화에도 불구, 온라인 가구 판매 비중이 전체 가구 소매판매액의 절반에 육박하는 수준을 기록하고 있다는 점은 상당히 고무적이다. 혹자의 말처럼 '접촉'의 시대에서 '접속'의 시대로 가구 소비 패턴이 급격하게 변화하고 있는 것이다.

이러한 비대면/온라인 집꾸미기 수요 확대 기조 속에, 집꾸미기 스타트업 버킷플레이스의 '오늘의집' 어플이 수혜를 받을 것으로 기대된다. 오늘의집은 유저들이 직접 본인이 꾸민 거주 공간을 업로드하는 온라인 집들이를 제공한다. 손님을 초대하는 번잡함은 줄이고, 집을 꾸미는데 들어간 노력과 수고를 전시하는 온라인 공간을 제공하는 것이다.

그림78 우리 나라 월별 가구 소매판매액 및 온라인 판매 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 집꾸미기 스타트업 버킷플레이스의 '오늘의집' 어플과 온라인 집들이 화면

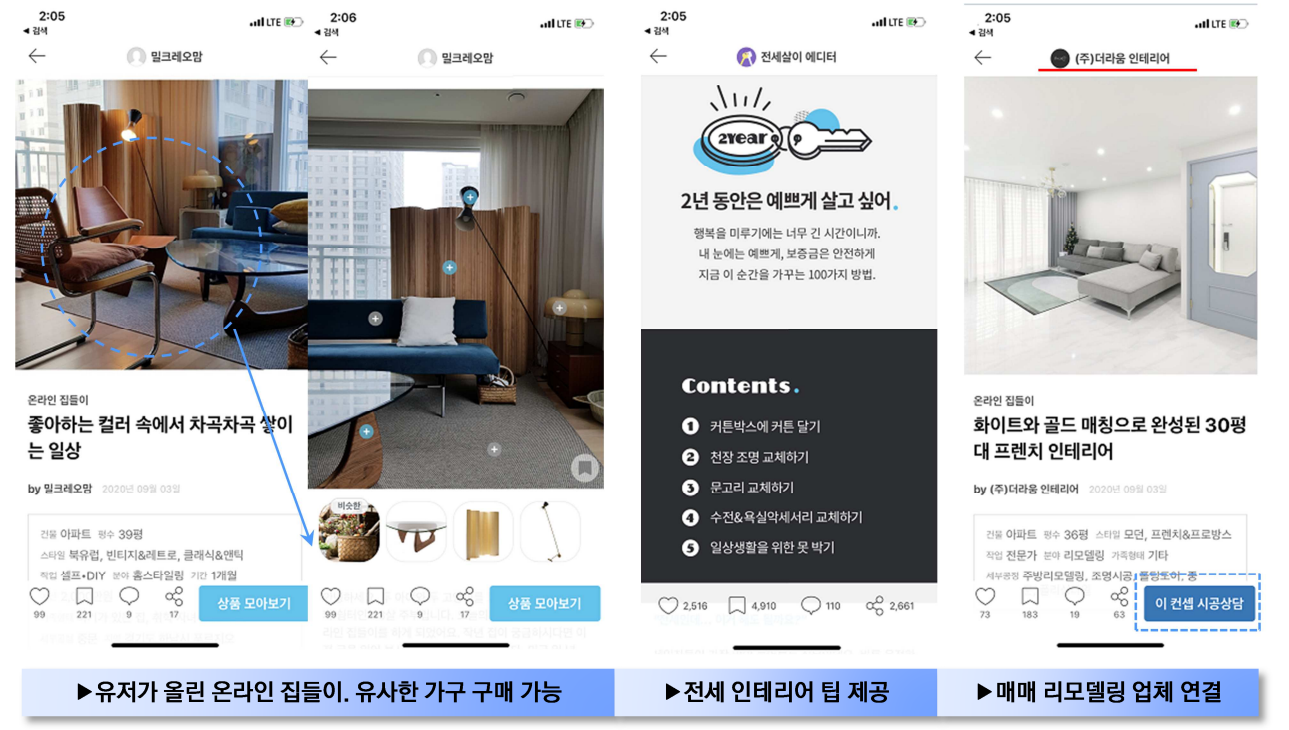
자료: 오늘의집, 이베스트투자증권 리서치센터

이는 코로나19 뿐만 아니라 한국의 거주 공간에 대한 인식 변화로 인테리어 시장의 패러다임 전환이 나타나고 있는 것과도 상통한다. 집을 오직 자산으로만 보던 잣대에서 벗어나 거주 공간을 단장하는 것 역시 하루 하루 삶의 퀄리티를 증대시키는 필수적인 행위로 자리매김하고 있는 것이다. 온라인 집들이는 2018년 입주 사이클이 확대된 시점부터 증가하기 시작하여, 최근 부동산 규제에 따른 주거 인식 변화 및 코로나19로 인해 더욱 관심이 높아지고 있다.

오늘의집은 온라인 집들이에 전시된 가구 혹은 유사한 가구를 소비자에게 판매하기도 하고, 인테리어 업자의 포트폴리오를 전시하여 인테리어 업자와 소비자의 매칭을 돕기도 한다. 뿐만 아니라 매매 리모델링 외에도 빠르게 변화하는 임차시장의 집꾸미기 수요를 고려하여 전세/월세집을 꾸미기 위한 인테리어 팁을 제공, 시공 가능한 건자재 포트폴리오를 제시하기도 한다.

오늘의집을 운영하는 버킷플레이스는 2014년 설립 이후 총 세 차례 투자를 유치받으며 성장해왔고, 그 중 2018년 10월 네이버로부터도 수십억 가량의 투자를 유치 받은바 있다. 2020년 현재 국내 VC 시장에서 100~200억원 가량의 조달을 진행하고 있는 것으로 밝혀졌으며, 기존 투자사인 미래에셋벤처투자, IMM인베스트먼트 등도 추가 투자에 참여할 가능성이 높은 것으로 보도된 바 있다.

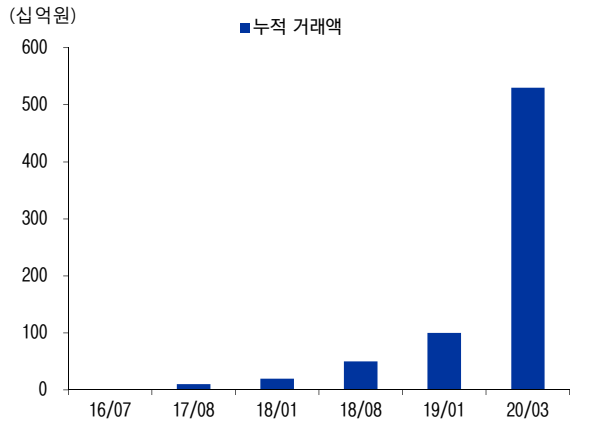
그림80 '오늘의집'은 온라인 집들이에 사용된 가구 판매, 인테리어 팁 및 리모델링 업체와의 연결 제공



자료: 오늘의집, 이베스트투자증권 리서치센터

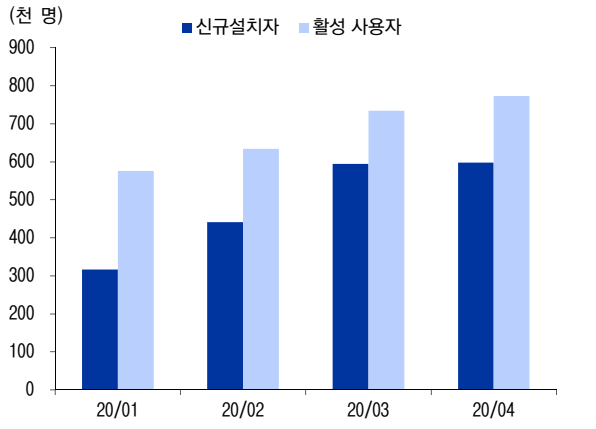
오늘의집은 집꾸미기 시장의 패러다임 변화와 코로나19의 수혜를 동시에 보여주는 어플로, 누적 거래액은 2019년 1월 1,000억원에서 2020년 3월 누적 5,300억원까지 증가했다. 매출액은 2018년 72억원에서 2019년 243억원으로 3배 이상 증가했으며, 매출 성장에 따른 적자 폭 역시 감소하는 추세에 있다. 코로나19 이후 네이버 검색어 트렌드에 오늘의집 검색 횟수가 큰 폭으로 증가한 모습을 확인할 수 있으며, 따라 2020년 역시 큰 폭의 실적 성장이 기대되는 기업이다.

그림81 오늘의집 누적 거래액



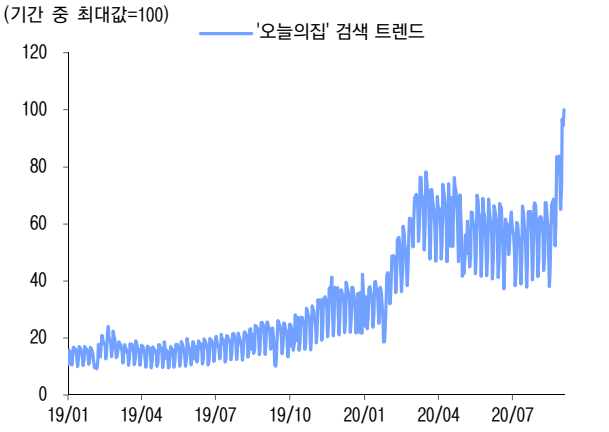
자료: 오늘의집, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 오늘의집 월별 사용자 추이



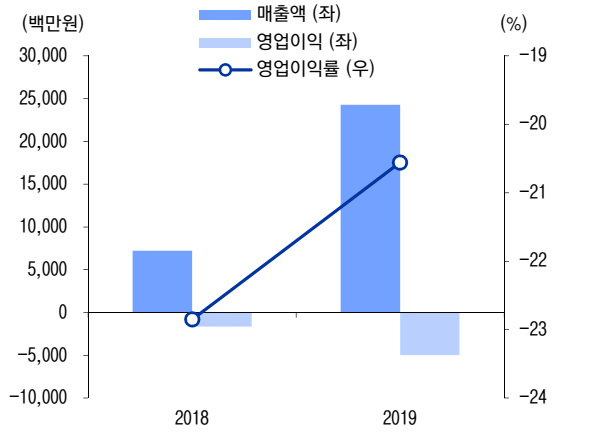
자료: TDI DS팀, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 오늘의집 네이버 검색 트렌드



자료: 네이버, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 오늘의집 실적 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

한샘 (009240)	44
지누스 (006730)	49
하츠 (006130)	53
Home Depot (HD US Equity)	56
LIXIL (5938 JP Equity)	59

Universe

종목명	투자판단	목표주가
한샘	Buy(신규)	130,000 원(신규)
지누스	Buy(유지)	120,000 원(유지)
하츠	Not Rated	Not Rated
Home Depot	Not Rated	Not Rated
LIXIL	Not Rated	Not Rated

한샘 (009240)

2020. 9. 15 건설/건자재

업황호조, 업태변화가 만났다!

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 130,000 원
현재주가 97,400 원

실수요 매매로 리모델링 증가, 코로나19로 집꾸미기 수요 확대

한샘의 핵심 사업부문인 리모델링/부엌 부문은 정부의 규제 대책에 따른 실수요자의 매매 거래 확대에 따라 두드러진 매출성장을 보여주고 있다. 6월은 다주택자 양도세 중과 배제 등에 따라 매매거래량이 10만세대 이상으로 지난해 1개분기 만큼의 거래량이 단 한 달만에 폭발했다. 그러나 7월에도 매매거래가 10만호 이상 이어지고 있다는 점에서 당분간 실수요의 매매 거래는 지속될 것으로 판단된다. 또한 갭투자시 전세대출이 회수되고, 주택 구입 후 6개월 내 전입의무와 세입자 임차권 연장이 상충하면서 최근 매매거래량은 과거 대비 투자가 아닌 실입주를 기반으로 하는 매매가 증가했을 것으로 추산되는 바, 8월 매매거래량이 MoM으로 다소 둔화된다고 할지라도 YoY 성장만 지속된다면 한샘의 리모델링/부엌 사업부 실적 호조는 지속될 것으로 판단한다.

또한, 코로나19로 인해 한샘몰을 필두로 한 인테리어 가구 부문의 폭발적인 턴어라운드 역시 주목할만한 부분이다. 미국, 일본 역시 집에 머무른 시간이 많아지면서 가구와 집 수리의 수요가 증가하여 미국의 Home Depot, 일본의 LIXIL 등 대표 인테리어 종목들의 주가 슈팅 역시 무섭다. 우리 나라 월 가구 소매판매액은 코로나19 이후로 크게 증가했으며, 개인의 집꾸미기에 대한 관심 증대로 향후 인테리어 가구의 매출 성장세 역시 지속될 것으로 보인다.

가구의 표준화 → 리모델링 표준화로 업사이드를 여는 시점

한샘이 과거 PER이 60X까지 치솟았던 이유는 영세 사업자가 많은 비브랜드 가구 시장에서 이케아와 함께 산업의 표준화, 기업화를 만들면서였다. 물론 해당 시기는 신규 입주 물량 증가에 따른 이사수요로 인해 인테리어 가구의 업황이 우호적이기도 했다. 지금의 한샘은 당시의 주가 퍼포먼스를 기대할 요건을 모두 갖춘 것으로 판단한다. 1) 리모델링 시장에서 리하우스를 통한 '표준화' 로 구조적 성장, 2) 매매거래량 호조 및 정부의 재건축 규제에 따른 리모델링 수요의 증가, 3) 코로나19로 인해 달라진 가구에 대한 소비 패턴 등이 그것이다. 목표주가는 Forward EPS에 2014~2015년 당시 평균 멀티플 40X를 적용, 투자의견 BUY와 목표주가 130,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 3분기 계절적 비수기를 고려할 때 QoQ 감익이 나타날 수는 있지만, 그 폭이 크지 않을 것으로 판단되어 우호적인 실적 기조 역시 지속될 전망이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (9/14)		2,427.91 pt
시가총액		22,922 억원
발행주식수		23,534 천주
52 주 최고가 / 최저가		117,500 / 46,850 원
90 일 일평균거래대금		136.08 억원
외국인 지분율		24.7%
배당수익률(20.12E)		1.2%
BPS(20.12E)		35,517 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.4%
	6 개월	35.9%
	12 개월	32.5%
주주구성	조창걸(외 23 인)	30.2%
	자사주(외 1 인)	26.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	2,063	160	138	96	3,638	-48.4	158	49.5	26.5	8.3	18.3
2019	1,698	56	74	43	2,029	-44.2	116	30.6	11.9	2.5	7.3
2020E	2,046	84	85	62	2,642	30.2	147	36.9	14.9	2.7	10.2
2021E	2,135	107	111	82	3,481	31.8	154	28.0	13.2	2.5	12.6
2022E	2,319	125	130	96	4,075	17.1	163	23.9	11.4	2.3	13.5

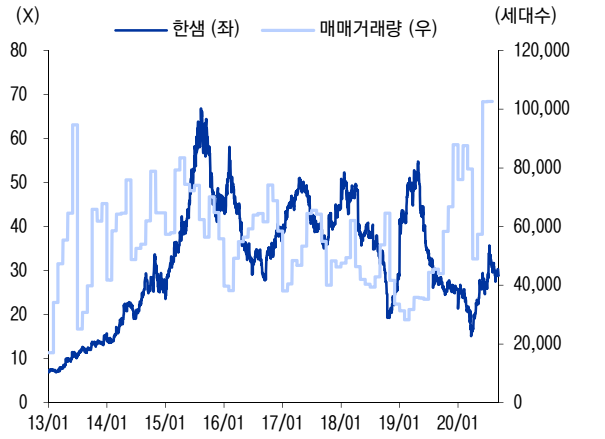
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표8 한샘 목표주가 산정

	2018	2019	2020E	2021E
EPS (원)	3,740	2,029	2,642	3,481
EPS Growth (%)	2.8	-45.7	30.2	31.8
PER (X)	18.0	30.6	36.8	28.0
Target EPS (원)	3,271	12M Forward EPS		
Target PER (X)	40	업황 호조, 업태의 전환이 일어난 2014~2015년 평균 PER		
목표주가 (원)	**130,000**			
현재주가 (원, 9/14)	97,400			
Upside (%)	33.5			

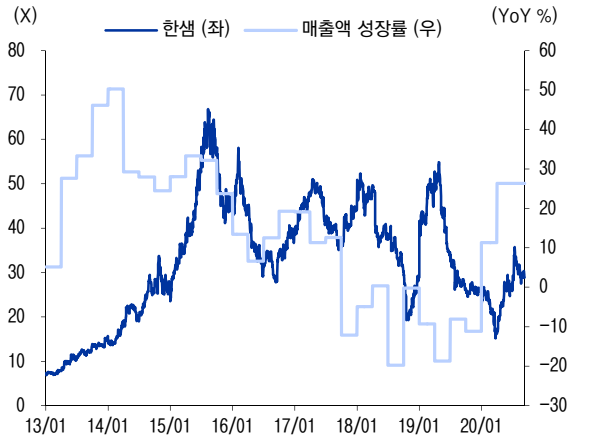
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 한샘 PER과 매매거래량 추이



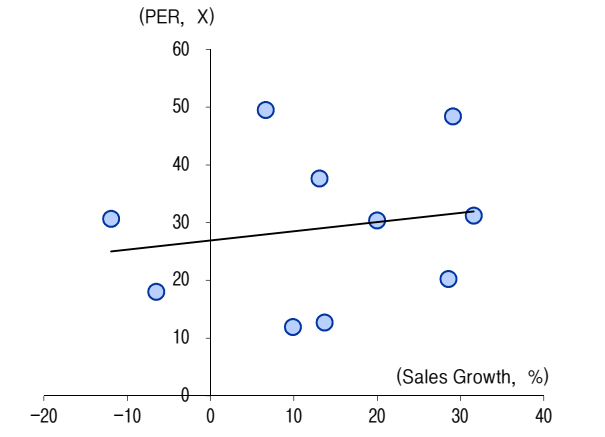
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 한샘 일간 PER과 분기 매출액성장률 추이



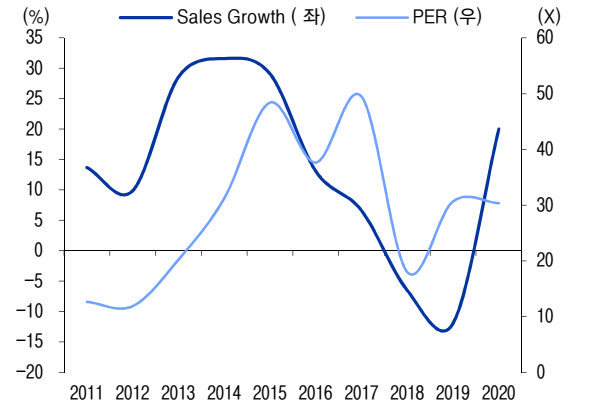
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 한샘 PER~매출액성장률 Matrix



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 한샘 연간 PER과 연간 매출액성장률 추이



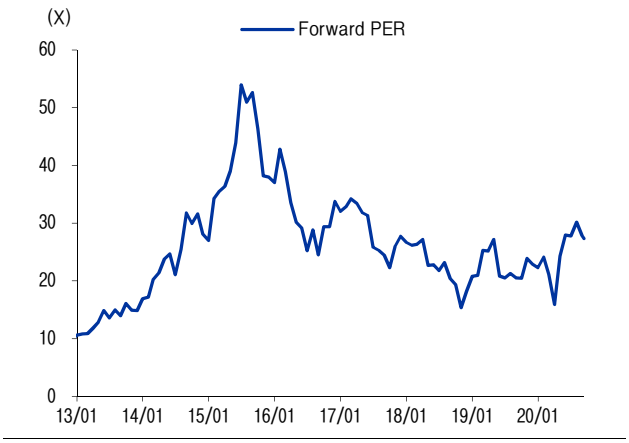
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 한샘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	1,698	2,046	2,135	443	411	410	435	493	519	511	523
I. B2C	1,172	1,334	1,392	315	294	272	291	320	347	327	340
I-1. 인테리어 가구	531	599	631	159	129	120	124	144	156	146	153
대리점	152	193	202	46	36	36	35	52	55	41	44
직매장	207	179	181	61	47	49	49	39	41	49	49
온라인	172	228	248	52	45	35	40	53	59	56	59
I-2. 리모델링/부엌	641	734.7	761	156	165	152	167	176	191	181	187
리하우스	443	525	545	95	107	108	133	125	136	130	134
KB대리점	198	210	215	62	58	44	34	50	56	50	53
II. B2B	436	468	474	110	101	113	111	118	109	121	120
III. 기타	91	244	269	54	63	63	64	65	67	68	69
Sales Growth (YoY %)	*-13.0*	*12.1*	*3.6*	*-9.1*	*-17.8*	*-10.0*	*-14.6*	*3.2*	*15.3*	*16.4*	*14.1*
I. B2C	*-13.1*	*13.9*	*4.3*	*-10.0*	*-14.9*	*-10.2*	*-17.0*	*1.7*	*18.1*	*20.4*	*16.7*
I-1. 인테리어 가구	*-7.7*	*12.9*	*5.3*	*-3.8*	*-8.6*	*-5.1*	*-13.4*	*-8.9*	*21.1*	*22.4*	*23.2*
대리점	*-14.5*	*26.8*	*4.5*	*-12.8*	*-14.9*	*-12.5*	*-17.9*	*14.7*	*53.5*	*15.2*	*26.9*
직매장	*-3.1*	*-13.7*	*1.6*	*8.1*	*-11.5*	*-1.1*	*-8.3*	*-35.6*	*-12.9*	*-0.6*	*-0.6*
온라인	*-6.4*	*32.7*	*8.9*	*-7.5*	*0.9*	*-2.1*	*-15.3*	*1.7*	*30.8*	*62.7*	*49.4*
I-2. 리모델링/부엌	*-17.2*	*14.7*	*3.5*	*-15.6*	*-19.3*	*-13.9*	*-19.5*	*12.5*	*15.7*	*18.8*	*11.8*
리하우스	*5.6*	*18.6*	*3.8*	*-6.4*	*-0.8*	*17.4*	*12.3*	*32.7*	*26.5*	*20.9*	*0.4*
KB대리점	*-44.2*	*5.9*	*2.7*	*-26.6*	*-40.0*	*-47.8*	*-62.0*	*-18.3*	*-4.1*	*13.9*	*57.1*
II. B2B 및 기타	*-12.6*	*7.2*	*1.4*	*-6.3*	*-25.2*	*-9.5*	*-7.6*	*7.2*	*7.2*	*6.8*	*7.5*
비중 (%)											
I. B2C	***72.9***	***74.0***	***74.6***	***74.0***	***74.3***	***70.6***	***72.4***	***73.0***	***76.1***	***73.0***	***74.0***
I-1. 인테리어 가구	*45.3*	*44.9*	*45.3*	*50.4*	*43.8*	*44.0*	*42.6*	*45.1*	*44.9*	*44.8*	*45.0*
대리점	*28.7*	*32.2*	*32.0*	*28.8*	*27.9*	*30.0*	*28.1*	*36.2*	*35.4*	*28.2*	*29.0*
직매장	*39.0*	*29.8*	*28.8*	*38.4*	*36.8*	*41.2*	*39.8*	*27.1*	*26.5*	*33.4*	*32.2*
온라인	*32.3*	*38.0*	*39.3*	*32.8*	*35.3*	*28.8*	*32.0*	*36.6*	*38.1*	*38.3*	*38.8*
I-2. 리모델링/부엌	*54.7*	*55.1*	*54.7*	*49.6*	*56.2*	*56.0*	*57.4*	*54.9*	*55.1*	*55.2*	*55.0*
리하우스	*69.1*	*71.5*	*71.7*	*60.5*	*64.9*	*70.9*	*79.8*	*71.3*	*70.9*	*72.1*	*71.6*
KB대리점	*30.9*	*28.5*	*28.3*	*39.5*	*35.1*	*29.1*	*20.2*	*28.7*	*29.1*	*27.9*	*28.4*
II. B2B 및 기타	***27.1***	***26.0***	***25.4***	***26.0***	***25.7***	***29.4***	***27.6***	***27.0***	***23.9***	***27.0***	***26.0***
영업이익	56	84	107	19	8	7	22	17	23	20	25
(YoY %)	*-0.5*	*50.7*	*26.7*	*112.1*	*-51.4*	*-30.3*	*10.2*	*-7.5*	*168.1*	*173.4*	*14.3*
(QoQ %)				*-5.7*	*-54.4*	*-15.5*	*203.4*	*-20.8*	*32.1*	*-13.8*	*26.9*
OPM (%)	*3.5*	*4.7*	*5.7*	*4.2*	*2.1*	*1.7*	*5.0*	*3.5*	*4.4*	*3.8*	*4.7*
세전이익	74	85	111	22	11	12	30	18	21	20	26
세전이익률 (%)	*4.6*	*4.7*	*5.9*	*5.1*	*2.7*	*3.2*	*7.4*	*4.1*	*4.6*	*4.6*	*5.6*
순이익	43	62	82	12	5	4	22	12	15	14	21
(YoY %)	*-52.5*	*45.6*	*31.8*	*-37.8*	*-72.6*	*-56.2*	*-50.2*	*3.4*	*224.6*	*235.9*	*-6.6*
(QoQ %)				*-74.1*	*-59.9*	*-7.5*	*418.1*	*-46.2*	*25.9*	*-4.2*	*44.1*
순이익률 (%)	*2.5*	*3.0*	*3.8*	*2.6*	*1.1*	*1.0*	*5.1*	*2.4*	*2.9*	*2.8*	*4.0*

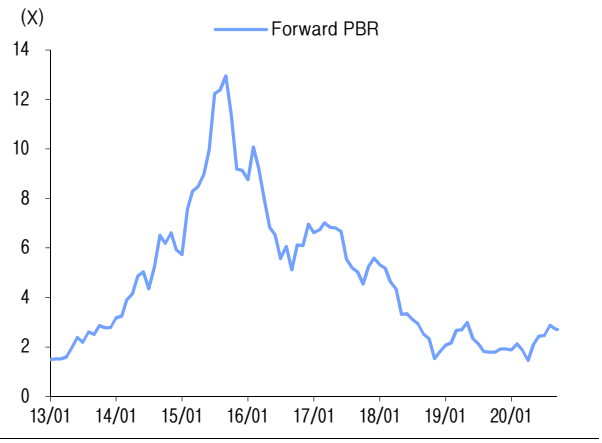
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 비중은 각 사업 부문 내 세부 비중을 의미

그림89 한샘 Historical PER 추이



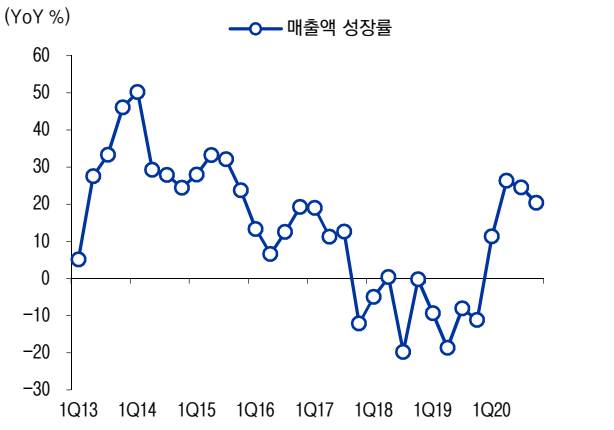
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 한샘 Historical PBR 추이



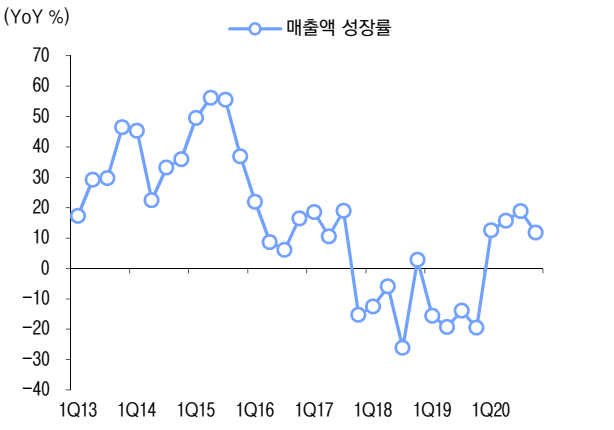
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 한샘 별도기준 매출액 성장률 추이 및 전망



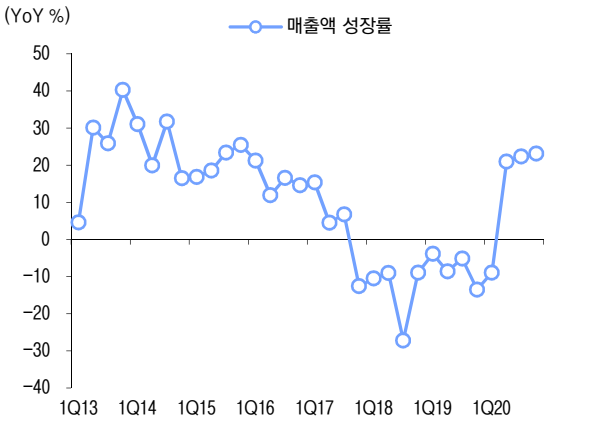
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 한샘 리모델링/부엌 매출 추이 및 전망



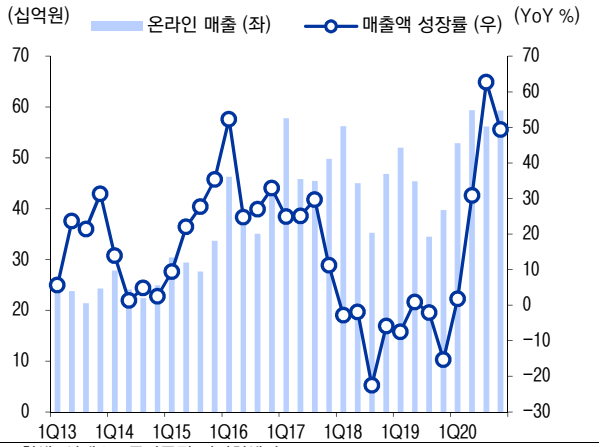
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 한샘 인테리어 가구 매출 추이 및 전망



자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 한샘 온라인 매출액 추이 및 전망



자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 (009240)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	414	479	702	1,005	1,320
현금 및 현금성자산	75	145	426	723	1,024
매출채권 및 기타채권	133	95	56	58	64
재고자산	73	82	56	58	64
기타유동자산	133	158	163	165	169
비유동자산	606	724	560	454	357
관계기업투자등	315	185	221	142	62
유형자산	286	491	291	264	248
무형자산	5	48	48	48	48
자산총계	**936**	**1,203**	**1,261**	**1,459**	**1,677**
유동부채	300	407	432	557	686
매입채무 및 기타재무	216	202	125	130	140
단기금융부채	108	129	215	301	387
기타유동부채	-23	76	92	126	159
비유동부채	62	182	203	224	246
장기금융부채	43	158	166	175	183
기타비유동부채	19	24	36	49	62
부채총계	**366**	**589**	**635**	**781**	**932**
지배주주지분	508	593	626	679	745
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	602	694	727	780	846
비지배주주지분(연결)	0	20	0	0	0
자본총계	**508**	**613**	**626**	**679**	**745**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,063**	**1,698**	**2,046**	**2,135**	**2,319**
매출원가	1,464	1,225	1,516	1,580	1,709
매출총이익	**598**	**474**	**530**	**555**	**610**
판매비 및 관리비	458	418	446	449	484
영업이익	**160**	**56**	**84**	**107**	**125**
(EBITDA)	158	116	147	154	163
금융손익	1	1	0	0	0
이자비용	4	9	9	9	9
관계기업등 투자손익	3	14	3	6	6
기타영업외손익	-6	4	-2	-2	-2
세전계속사업이익	**138**	**74**	**85**	**111**	**130**
계속사업법인세비용	42	32	23	29	34
계속사업이익	96	43	62	82	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**96**	**43**	**62**	**82**	**96**
지배주주	86	48	61	81	94
총포괄이익	**86**	**48**	**57**	**77**	**91**
매출총이익률 (%)	29.0	27.9	25.9	26.0	26.3
영업이익률 (%)	7.7	3.3	4.1	5.0	5.4
EBITDA 마진률 (%)	7.7	6.8	7.2	7.2	7.0
당기순이익률 (%)	4.7	2.5	3.0	3.8	4.1
ROA (%)	10.8	4.0	5.0	6.0	6.1
ROE (%)	18.3	7.3	10.2	12.6	13.5
ROIC (%)	17.1	3.6	11.4	17.8	26.4

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**66**	**79**	**59**	**74**	**78**
당기순이익(손실)	96	43	62	82	96
비현금수익비용가감	49	61	63	44	34
유형자산감가상각비	17	57	60	45	35
무형자산상각비	1	3	3	3	3
기타현금수익비용	31	1	-1	-4	-4
영업활동 자산부채변동	-79	-24	-65	-52	-52
매출채권 감소(증가)	-14	17	39	-2	-5
재고자산 감소(증가)	-9	5	26	-2	-5
매입채무 증가(감소)	-15	6	-77	5	11
기타자산, 부채변동	-40	-53	-53	-53	-53
투자활동 현금	**-154**	**18**	**152**	**152**	**152**
유형자산처분(취득)	97	18	119	119	119
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-12	-18	-18	-18	-18
기타투자활동	-239	18	52	52	52
재무활동 현금	**17**	**-35**	**70**	**70**	**70**
차입금의 증가(감소)	137	18	132	132	132
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	-21	-29	-29	-29
기타재무활동	-120	-53	-61	-61	-61
현금의 증가	**-75**	**63**	**282**	**297**	**301**
기초현금	150	82	145	426	723
기말현금	75	145	426	723	1,024

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	49.5	30.6	36.9	28.0	23.9
P/B	8.3	2.5	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	26.5	11.9	14.9	13.2	11.4
P/CF	29.2	14.1	18.4	18.2	17.6
배당수익률 (%)	0.7	1.9	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	6.6	-17.7	20.5	4.3	8.6
영업이익	0.0	-65.1	50.7	26.7	17.7
세전이익	-18.7	-46.1	14.4	30.0	17.1
당기순이익	-24.8	-55.5	45.6	31.8	17.1
EPS	-48.4	-44.2	30.2	31.8	17.1
안정성 (%)					
부채비율	72.0	96.1	101.4	115.0	125.1
유동비율	138.1	117.5	162.3	180.7	192.4
순차입금/자기자본(x)	-7.1	-13.6	-15.4	-38.4	-57.7
영업이익/금융비용(x)	42.9	6.1	9.5	12.1	14.2
총차입금 (십억원)	151	199	330	462	594
순차입금 (십억원)	-36	-84	-96	-261	-430
주당지표(원)					
EPS	3,638	2,029	2,642	3,481	4,075
BPS	21,565	25,215	35,517	38,496	42,267
CFPS	6,160	4,404	5,301	5,358	5,540
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

지누스 (013890)

2020. 9. 15 건설/건자재

너무나 싸졌기에, 베팅해볼 시점

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 120,000 원
현재주가 86,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

리하우스 대리점 성장성, 가구 부문도 내년 실적 회복 기대

지누스는 코로나19로 인해 주요 시장인 미국 아마존의 DI(직수입) 매출 비중이 줄어들면서 마진 레벨이 감소할 것이라는 우려, 비침실가구의 성장성 둔화 우려를 2분기 모두 상쇄했다. 매출 볼륨의 성장에 따라 마진율은 과거 수준이 방어되고 있으며, 특히 기타 부문의 성장은 연초 예상 대비 빠른 수준의 턴어라운드가 나타나고 있다. 특히 지누스의 추가 성장 전략, 즉 주가의 알파 모멘텀이라고 할 수 있는 Non-US 매출의 경우 QoQ로 152% 증가했으며, Non-Mattress 부문 역시 QoQ로 93%, YoY로는 65%의 성장성을 기록했다. 주력 부문인 북미&매트리스 외 부문에서의 어닝 파워를 보여주었다는 점은 지누스의 지역&제품 저변 확대 전략이 실적으로 가시화되고 있음을 반증한다. 코로나19로 아마존뿐만 아니라 주요 판매처인 Way Fair의 분기 실적이 두드러지는 성장세를 기록하고 있기 때문에, 지누스의 매출 성장 역시 당분간 지속될 것으로 보인다. 미국은 재택근무가 사실상 연말까지 연장되면서 안락한 주거생활에 대한 니즈가 확대된 상황이다. 실제 미국의 월 소매판매를 살펴보면, 코로나19 초기 생필품 수요가 많았다면 현재는 가구, 매트리스, 야외용 가구 및 전기전자용품, 취미생활용품 등 삶의 퀄리티를 향상시키는 분야로의 소매판매가 늘고 있어 지누스의 수혜가 예상된다.

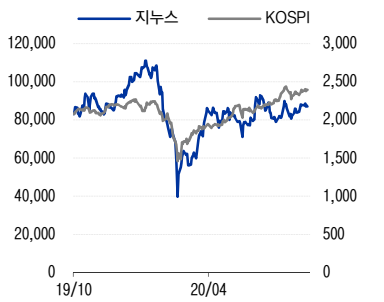
Peer와 지나치게 벌어지는 밸류에이션 갭, Trading BUY 추천

지누스의 매트리스 생산 공장인 인도네시아에 대한 미국 매트리스 제조업체들의 반덤핑 제소가 진행되는 가운데, 지누스는 Peer 대비 가혹한 밸류에이션 디스카운트가 지속되고 있다. 온라인 Peer인 Purple의 경우 코로나19에 따른 온라인 가구 판매 확대에 따라 45X의 밸류에이션을 받고 있으며, 심지어 오프라인 Peer인 Tempur나 Sleep Number 역시 16~20X 수준으로 유지되고 있다. 지누스의 주요 판매 채널인 아마존, Way Fair의 코로나19로 인한 매출 증가가 지속되는 가운데, 온라인 매트리스 판매 1위 업체인 지누스가 PER 11X를 받고 있는 것은 지나치게 가혹하다. 10/27 미상무부의 반덤핑 예비판정을 기다리고 있는 상황으로, 해당 일정은 코로나19로 인해 다소 지연될 가능성은 있지만 결과가 어떻게 나오는지와 무관하게 리스크의 출회로 인해 주가는 지금보다는 반등할 여지가 높아보인다. 구조적으로는 이미 미국 공장 부지 매입에 따른 현지 생산을 대비하고 있고, 미국 공장의 생산 Capa가 인도네시아와 맞먹는 수준이기 때문에 어쩌면 지금이 지누스를 사기 가장 싼 시점이 아닐까 하는 판단이다. 아무리 Risk-Averse 투자자라도 지금 주가 레벨에서 단기 Trading BUY는 얼마든지 가능할 것이다.

Stock Data

KOSPI (9/14)		2,427.91 pt
시가총액		12,462 억원
발행주식수		14,407 천주
52 주 최고가 / 최저가		111,000 / 39,700 원
90 일 일평균거래대금		98.02 억원
외국인 지분율		18.9%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		30,832 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.5%
	6 개월	-15.9%
	12 개월	n/a
주주구성	이윤재 (외 11 인)	39.2%
	자사주 (외 1 인)	5.9%

Stock Price

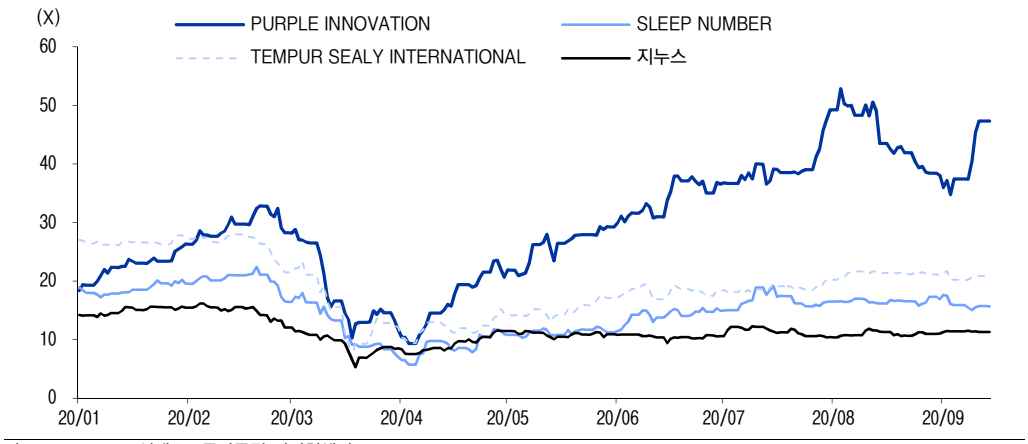


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	622	87	58	44	3,503	-3.4	55	14.2	1.3	3.5	28.3
2019	817	104	92	72	5,098	45.5	115	18.2	8.6	3.5	26.3
2020E	978	123	113	85	6,010	17.9	136	14.4	8.8	2.8	21.0
2021E	1,174	144	134	101	7,108	18.3	158	12.2	7.2	2.4	21.1
2022E	1,435	186	176	133	9,367	31.8	202	9.2	5.3	1.9	23.0

자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림95 지누스 미국 Peers PER Comparisons



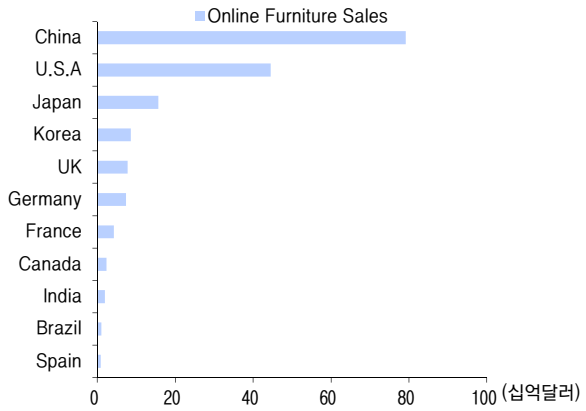
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 지누스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	**817**	**978**	**1,174**	**156**	**182**	**229**	**250**	**184**	**224**	**271**	**298**
Mattress	457	507	557	93	96	132	136	111	105	140	150
Bedroom Furniture	333	432	561	58	81	89	106	68	110	120	134
Other Furniture 및 기타	27	40	56	6	6	8	8	5	9	11	14
Sales Growth (YoY %)	*31.4*	*19.7*	*20.1*	*49.0*	*25.9*	*11.7*	*49.2*	*18.0*	*23.1*	*18.6*	*19.2*
Mattress	*31.1*	*11.1*	*9.8*					*19.8*	*10.0*	*6.0*	*10.7*
Bedroom Furniture	*41.8*	*29.5*	*30.1*					*18.2*	*35.7*	*35.2*	*26.0*
Other Furniture 및 기타	*-29.1*	*44.9*	*42.4*					*-14.5*	*64.4*	*44.6*	*72.2*
Sales Growth (QoQ %)				*-6.7*	*16.7*	*25.5*	*9.3*	*-26.3*	*21.8*	*20.9*	*9.8*
Mattress					*3.0*	*38.2*	*2.6*	*-18.0*	*-5.4*	*33.1*	*7.2*
Bedroom Furniture					*40.3*	*9.4*	*19.6*	*-35.7*	*61.1*	*9.0*	*11.5*
Other Furniture 및 기타					*0.1*	*40.3*	*4.7*	*-41.9*	*92.5*	*23.4*	*24.7*
매출총이익	**260**	**306**	**346**	**54**	**57**	**74**	**74**	**60**	**72**	**89**	**86**
매출총이익률 (%)	*31.8*	*31.3*	*29.4*	*34.7*	*31.4*	*32.4*	*29.8*	*32.5*	*31.9*	*32.7*	*28.9*
영업이익	**104**	**123**	**144**	**22**	**20**	**32**	**30**	**23**	**29**	**38**	**33**
영업이익률 (%)	*12.7*	*12.6*	*12.2*	*14.3*	*10.9*	*14.0*	*11.8*	*12.6*	*12.8*	*14.0*	*11.1*
(YoY %)	*95.7*	*18.5*	*16.8*	*306.4*	*125.5*	*7.4*	*231.1*	*4.1*	*44.6*	*18.3*	*12.0*
(QoQ %)				*150.2*	*-11.0*	*61.0*	*-7.7*	*-21.3*	*23.6*	*31.8*	*-12.6*
순이익	**72**	**85**	**101**	**15**	**17**	**25**	**15**	**17**	**18**	**28**	**22**
순이익률 (%)	*8.9*	*8.7*	*8.6*	*9.9*	*9.4*	*10.8*	*6.1*	*9.3*	*8.2*	*10.4*	*7.3*
(YoY %)	*66.1*	*17.9*	*18.3*	*508.7*	*33.5*	*6.4*	*202.6*	*10.7*	*6.4*	*14.8*	*43.2*
(QoQ %)				*208.2*	*11.5*	*43.4*	*-38.6*	*12.8*	*7.2*	*54.8*	*-23.5*

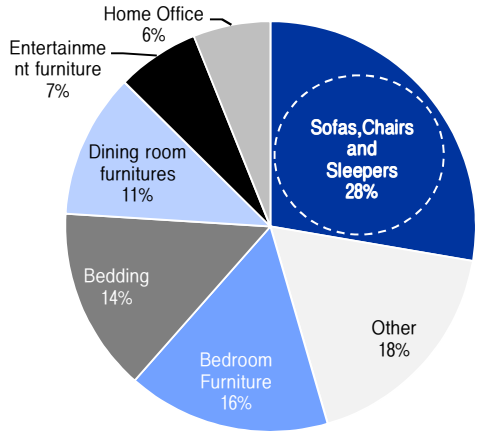
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 확장의 여지가 높은 글로벌 온라인 가구 시장



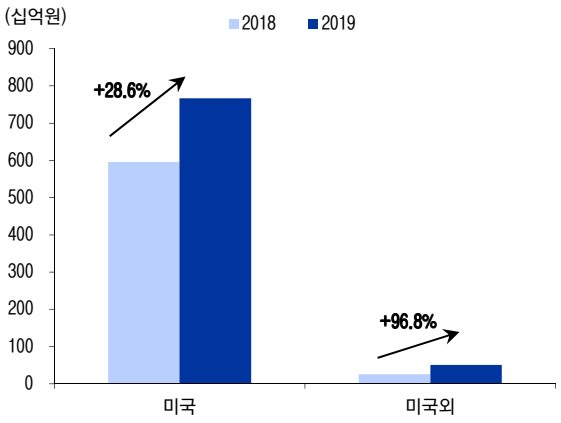
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 미국 가정용 가구 시장 품목별 판매 비율



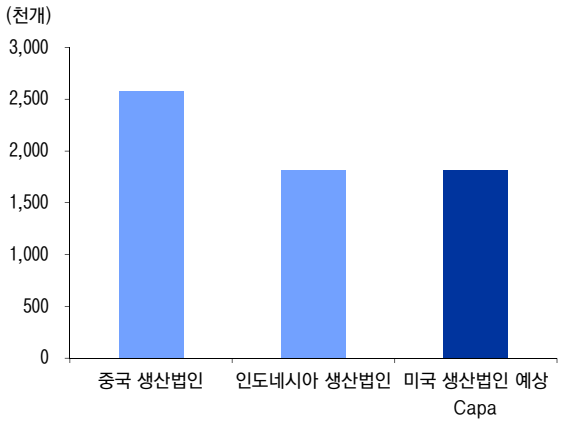
자료: IBIS World 2018, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 지누스 미국 및 미국 외 지역 매출액 성장률 비교



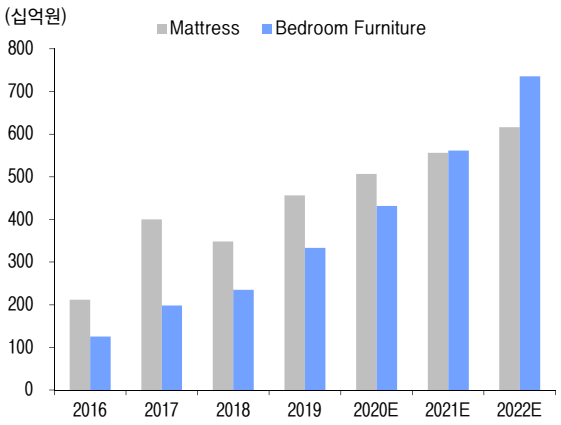
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 지누스 미국 생산법인 예상 Capacity



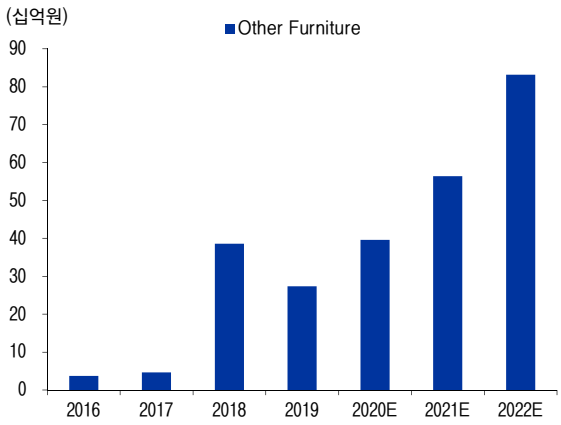
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 지누스 매트리스, 침실가구 매출액 추이 및 전망



자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 지누스 기타가구부문 매출액 추이 및 전망



자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

지누스 (013890)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	364	531	644	818	972
현금 및 현금성자산	70	89	175	241	302
매출채권 및 기타채권	132	209	229	287	343
재고자산	109	143	171	205	250
기타유동자산	53	91	70	84	76
비유동자산	150	224	267	245	258
관계기업투자등	12	11	95	71	70
유형자산	93	206	146	158	167
무형자산	45	6	25	16	20
자산총계	**515**	**755**	**911**	**1,063**	**1,230**
유동부채	257	307	343	411	462
매입채무 및 기타재무	122	122	182	225	276
단기금융부채	112	158	131	154	151
기타유동부채	23	28	30	33	36
비유동부채	82	74	130	131	131
장기금융부채	67	64	10	10	10
기타비유동부채	15	9	120	121	121
부채총계	**339**	**381**	**473**	**542**	**593**
지배주주지분	176	374	438	521	636
자본금	6	7	7	7	7
자본잉여금	1	121	121	121	121
이익잉여금	179	250	318	401	516
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**176**	**374**	**438**	**521**	**636**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**622**	**817**	**978**	**1,174**	**1,435**
매출원가	445	557	672	829	1,016
매출총이익	**176**	**260**	**306**	**346**	**419**
판매비 및 관리비	123	156	183	202	232
영업이익	**87**	**104**	**123**	**144**	**186**
(EBITDA)	55	115	136	158	202
금융손익	-6	-12	-11	-11	-12
이자비용	6	13	12	12	13
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	11	1	1	1	2
세전계속사업이익	**58**	**92**	**113**	**134**	**176**
계속사업법인세비용	15	20	28	33	43
계속사업이익	44	72	85	101	133
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**44**	**72**	**85**	**101**	**133**
지배주주	44	72	85	101	133
총포괄이익	**42**	**76**	**82**	**97**	**129**
매출총이익률 (%)	28.4	31.8	31.3	29.4	29.2
영업이익률 (%)	14.0	12.7	12.6	12.2	13.0
EBITDA 마진률 (%)	8.9	14.1	13.9	13.4	14.0
당기순이익률 (%)	7.0	8.9	8.7	8.6	9.3
ROA (%)	10.2	11.4	10.2	10.2	11.6
ROE (%)	28.3	26.3	21.0	21.1	23.0
ROIC (%)	13.1	18.5	19.0	21.2	24.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**27**	**-15**	**117**	**74**	**109**
당기순이익(손실)	44	72	85	101	133
비현금수익비용가감	6	36	35	39	42
유형자산감가상각비	6	18	23	27	31
무형자산상각비	1	2	2	2	2
기타현금수익비용	-1	16	10	10	10
영업활동 자산부채변동	-23	-123	-3	-66	-66
매출채권 감소(증가)	-8	-71	-20	-59	-56
재고자산 감소(증가)	-36	-30	-28	-34	-45
매입채무 증가(감소)	19	-6	60	43	51
기타자산, 부채변동	2	-16	-16	-16	-16
투자활동 현금	**-104**	**-79**	**-44**	**-15**	**-29**
유형자산처분(취득)	42	-5	-26	23	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	-19	10	-5
투자자산 감소(증가)	-48	-45	-45	-45	-45
기타투자활동	-98	-29	47	-3	23
재무활동 현금	**94**	**112**	**11**	**6**	**-20**
차입금의 증가(감소)	94	1	39	24	-2
자본의 증가(감소)	0	121	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-18	-18	-18
기타재무활동	0	-10	-28	-18	-18
현금의 증가	**18**	**19**	**86**	**66**	**61**
기초현금	52	70	89	175	241
기말현금	70	89	175	241	302

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	14.2	18.2	14.4	12.2	9.2
P/B	3.5	3.5	2.8	2.4	1.9
EV/EBITDA	1.3	8.6	8.8	7.2	5.3
P/CF	n/a	10.2	10.2	8.8	7.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	3.2	31.4	19.7	20.1	22.2
영업이익	7.2	19.1	18.5	16.8	29.6
세전이익	-11.5	58.9	22.3	18.3	31.8
당기순이익	-3.4	66.1	17.9	18.3	31.8
EPS	-3.4	45.5	17.9	18.3	31.8
안정성 (%)					
부채비율	192.1	101.8	108.0	104.0	93.2
유동비율	142.0	172.8	187.6	198.8	210.4
순차입금/자기자본(x)	40.3	7.8	-11.8	-21.7	-26.5
영업이익/금융비용(x)	14.7	7.8	10.3	11.5	14.3
총차입금 (십억원)	142	118	123	128	133
순차입금 (십억원)	71	29	-52	-113	-169
주당지표(원)					
EPS	3,503	5,098	6,010	7,108	9,367
BPS	14,158	26,336	30,832	36,688	44,802
CFPS	3,976	7,601	8,465	9,852	12,345
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

하츠 (066130)

2020. 9. 15 건설/건자재

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

리모델링 증가에 따른 수혜 기대

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 6,830 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

레인지후드, 쿡탑, 세대환기 시스템을 보유한 벽산 효자 기업

하츠는 1988년 공기질 관리 전문 기업으로 출범, 2008년에 벽산 계열사로 편입되었다. 주 제품은 주방용 레인지후드, 빌트인 주방기기, 세대환기시스템이며 특히 레인지후드와 빌트인 주방기기는 하이엔드 전략을 통해 1군 건설사의 빌트인 제품으로 납품하고 있다. 이에 따라 레인지후드 시장 점유율 역시 57%로 압도적인 1위를 기록하고 있으며, 2위인 SK매직은 M/S 11% 수준이다. 경쟁 레인지후드 업체인 엔텍의 재무구조 악화에 따른 시장 탈락으로 브랜드 레인지후드 시장은 하츠와 SK매직으로 양분화될 것으로 보이며, 현재는 B2B 매출이 대략 90% 수준이지만 향후 비브랜드 후드 시장의 브랜드화에 따른 구조적 성장 역시 기대해볼 만 하다.

전방인 건설 입주 사이클이 내년부터 감소하지만, 신규 주택에서 고급형 레인지후드의 선호가 높아지면서 객단가 확대에 따른 매출 성장이 지속되고 있다. 건설 경기 부침에도 불구하고 큰 역성장 없이 꾸준히 매출 볼륨이 성장해온 점 역시 고무적이다. 지난해까지는 B2C 침투를 위한 판촉비/광고선전비 집행에 따라 매출 성장 대비 이익이 감소했던 상황이나, 올해부터는 비용 감소에 따른 마진 개선이 나타날 것으로 기대한다. 1Q20가 비용 감소에 따른 마진 개선세가 나타났다면, 2Q20은 매출 볼륨의 성장에 따른 이익 개선에 나타났다는 점에 주목한다.

정부 정책 및 실수요자 주택 구매에 따른 리모델링 수혜 기대

정부의 실내 공기질 관리 강화 방안 및 노후 공공시설 그린 리모델링 정책, 개인의 주거용 부동산 리모델링 수요 확대로 인해 하츠의 수혜가 기대된다. 학교 교실 내 공기정화장치 설치율은 아직 중학교, 고등학교가 25% 수준으로 유치원 97%에 비해 현저히 낮은 실정이다. 환기설비는 2006년 공동주택에 법으로 의무화 되기 시작, 2020년 4월 기준으로는 과거 100세대 이상에서 변경 30세대 이상 공공주택은 환기설비를 의무적으로 설치하도록 규제가 강화되어왔다. 또한 의무설치 대상이 아니던 민간 요양시설, 어린이 놀이시설, 영화관 등의 다중이용시설도 의무 대상에 포함되었다. 지난해 1분기 매출 증가가 두드러지는 이유 역시 학교에 환기청정기를 납품/설치하면서 매출이 일시적으로 늘었기 때문이다. 또한, 실수요자를 기반으로 한 아파트 매매거래량 증가에 따른 리모델링 수요 확대는 레인지후드 1위 업체인 하츠의 매출 성장을 기대하게 한다.

Stock Data

KOSDAQ (9/14)		894.17 pt
시가총액		874 억원
발행주식수		12,800 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,350 / 3,020 원
90 일 일평균거래대금		29.22 억원
외국인 지분율		0.6%
배당수익률(19.12)		0.0%
BPS(19.12)		6,471 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-1.4%
	6 개월	-16.1%
	12 개월	-42.4%
주주구성	벽산(외 1 인)	46.3%
	자사주	4.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	82	4	5	4	314	-12.4	7	17.7	5.7	1.0	5.5
2016	88	4	5	4	324	3.3	6	17.8	7.6	1.0	5.4
2017	102	5	6	5	359	10.5	6	19.0	8.6	1.1	5.7
2018	104	1	2	2	124	-65.5	3	55.2	20.6	1.1	1.9
2019	112	2	3	2	194	56.9	5	35.2	10.7	1.1	2.9

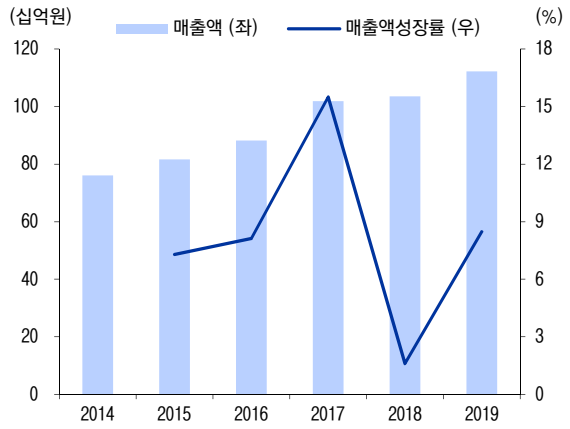
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표11 하츠 (Haatz) 실적 추이: 매출 성장에 따른 마진율 개선 시작
하츠 (Haatz) 실적 추이: 판관비 감소로 1Q20 마진율 개선 시작

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	1Q20	2Q20
매출액	101.9	103.5	112.3	25.5	29.7
유통/특판	81.2	84.1	94.0	22.4	25.7
환기	20.7	19.5	18.3	3.1	4.0
GPM (%)	*21.9*	*20.6*	*21.9*	*22.6*	*22.7*
유통/특판	*26.0*	*24.2*	*24.7*	*24.9*	*25.5*
환기	*5.9*	*5.0*	*7.8*	*6.2*	*4.7*
판관비	17.1	20.1	22.2	4.7	5.0
판관비율 (%)	*16.8*	*19.4*	*19.7*	*18.5*	*16.9*
영업이익	5.2	1.3	2.5	1.0	1.7
영업이익률 (%)	*5.1*	*1.2*	*2.2*	*4.1*	*5.8*
순이익	4.5	1.5	2.4	0.9	2.3
순이익률 (%)	*4.4*	*1.5*	*2.1*	*3.7*	*7.6*

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 하츠 매출액 및 매출액 성장률 추이

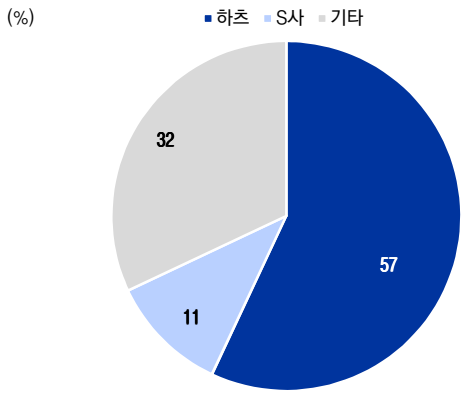


자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 하츠 주요 제품: 레인지후드

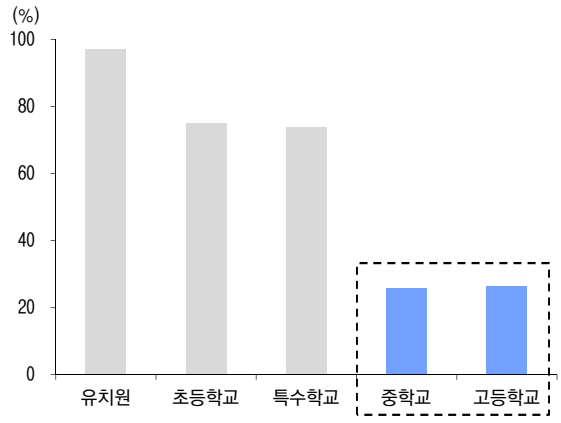
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 하츠 1Q20 기준 레인지후드 M/S 비교



자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 전국 교실 내 공기정화장치 설치율



자료: 교육부, 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

하츠 (066130)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	55	60	63	62	65
현금 및 현금성자산	16	13	20	15	18
매출채권 및 기타채권	16	23	22	21	18
재고자산	5	6	8	9	9
기타유동자산	19	18	13	16	20
비유동자산	32	33	33	32	32
관계기업투자등	2	2	0	0	0
유형자산	22	22	24	24	22
무형자산	1	1	1	2	1
자산총계	**87**	**93**	**96**	**94**	**97**
유동부채	9	12	11	10	11
매입채무 및 기타재무	8	10	9	9	9
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	1	2	1	2
비유동부채	4	4	4	4	4
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	4	4	3
부채총계	**13**	**15**	**14**	**14**	**15**
지배주주지분	74	77	82	81	83
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	12	12	12	12	12
이익잉여금	57	60	64	65	67
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**74**	**77**	**82**	**81**	**83**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**82**	**88**	**102**	**104**	**112**
매출원가	62	67	80	82	88
매출총이익	**20**	**21**	**22**	**21**	**25**
판매비 및 관리비	15	16	17	20	22
영업이익	**4**	**4**	**5**	**1**	**2**
(EBITDA)	7	6	6	3	5
금융손익	1	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**5**	**5**	**6**	**2**	**3**
계속사업법인세비용	1	1	1	1	1
계속사업이익	4	4	5	2	2
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**4**	**4**	**5**	**2**	**2**
지배주주	4	4	5	2	2
총포괄이익	**4**	**4**	**5**	**2**	**2**
매출총이익률 (%)	24.5	23.5	21.9	20.6	21.9
영업이익률 (%)	5.5	5.0	5.1	1.2	2.2
EBITDA 마진률 (%)	8.0	6.5	6.3	2.6	4.2
당기순이익률 (%)	4.9	4.6	4.4	1.5	2.1
ROA (%)	4.7	4.5	4.8	1.6	2.5
ROE (%)	5.5	5.4	5.7	1.9	2.9
ROIC (%)	8.7	8.2	8.8	1.8	3.7

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**7**	**-1**	**3**	**3**	**8**
당기순이익(손실)	4	4	5	2	2
비현금수익비용가감	4	4	5	4	6
유형자산감가상각비	2	1	1	1	2
무형자산상각비	1	0	0	0	0
기타현금수익비용	1	0	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-1	-9	-6	-2	-1
매출채권 감소(증가)	0	-7	1	1	3
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	0
매입채무 증가(감소)	1	2	-1	0	0
기타자산, 부채변동	-2	-3	-3	-2	-3
투자활동 현금	**-7**	**-1**	**4**	**-4**	**-5**
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-7	0	7	-4	-4
기타투자활동	1	0	0	1	0
재무활동 현금	**0**	**0**	**-1**	**-3**	**-1**
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-1	-1	0
배당금의 지급	0	0	1	1	0
기타재무활동	0	0	0	-2	0
현금의 증가	**-1**	**-3**	**6**	**-4**	**3**
기초현금	17	16	13	20	15
기말현금	16	13	20	15	18

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	17.7	17.8	19.0	55.2	35.2
P/B	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.7	7.6	8.6	20.6	10.7
P/CF	8.5	9.1	9.6	15.9	10.2
배당수익률 (%)	0.5	0.9	0.7	0.4	n/a
성장성 (%)					
매출액	-19.9	8.1	15.5	1.6	8.5
영업이익	-14.7	-1.9	19.5	-76.2	99.7
세전이익	-10.7	3.1	8.6	-62.7	61.2
당기순이익	-12.4	3.3	10.6	-66.6	57.0
EPS	-12.4	3.3	10.5	-65.5	56.9
안정성 (%)					
부채비율	17.5	20.0	17.5	17.1	17.7
유동비율	587.4	507.3	581.3	608.7	590.9
순차입금/자기자본(x)	-45.6	-39.4	-38.6	-39.0	-44.3
영업이익/금융비용(x)	1,154.4	14,687.6	n/a	396.0	148.8
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-34	-31	-32	-31	-37
주당지표(원)					
EPS	314	324	359	124	194
BPS	5,804	6,053	6,390	6,304	6,471
CFPS	652	635	709	429	667
DPS	30	50	50	30	n/a

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

Home Depot (HD US Equity)

2020. 9. 15 | 건설/건자재

집코노미의 최대 수혜주

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가	N.R.
현재주가	$276.33

컨센서스 대비

상회	부합	하회

건자재 용품계의 코스트코

Home Depot는 건축 자재, 도구, 원예 및 홈데코 전반의 제품을 판매하는 세계 최대의 소매 체인 업체로, 미국 애틀랜타에 본사를 두고 있다. 우리 나라 사람들에게 익숙한 일반적인 코스트코의 두 배의 크기에 맞먹는 매장을 주로 보유하고 있으며, 미국 베이비부머의 자가 직접 수리 문화 증가와 밀레니얼의 인테리어 DIY 선호 추세로 인해 LOWE'S와 함께 홈 리모델링 분야에서 꾸준한 성장을 기록하고 있다.

대다수의 소매판매 기업들이 아마존과 같은 온라인 유통 업체의 공격적인 성장에 대처하지 못했으나, Home Depot의 판매 제품 특성상 직접 눈으로 보고 구매해야 하는 제품들이 많다보니 아마존 성장 초기에도 비교적 매출 성장이 감소하지는 않았다. 현재는 온라인 역시 공격적으로 확장하여 전체 매출의 10% 가량을 차지하고 있다. Home Depot의 스테디셀러 제품은 실내 정원 용품 및 주방기기로 알려져있으며, 주방기기 매출은 전체 매출의 8~10%, 실내정원용품 매출은 10~13% 수준의 비중을 차지하는 것으로 추산된다.

코로나19로 집 수리 수요 확대에 따른 호실적 지속

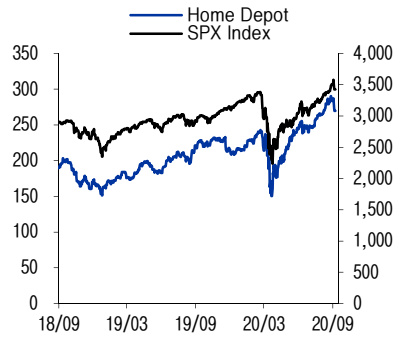
코로나19 확산에도 불구하고 Home Depot의 2분기 매출액은 전년동기대비 23.5% 증가, 전기대비 34.7% 증가한 38조원을 기록하며 아마존, 애플, 페이스북과 같은 빅테크 업체에 못지 않은 성장을 기록했다. Home Depot는 코로나19로 인해 주가가 폭락할 당시 저점 대비 한달여만에 100%가 넘는 상승률을 기록했으며, 이는 동일 시점 대비 넷플릭스 상승률 69%를 뛰어 넘는 수준이다.

코로나19 재 유행 가능성과 미국 대부분의 회사의 재택근무가 연말까지 연장되면서 더욱 안락한 격리 생활을 하고자 하는 사람들의 증가하고 있다. 이로 인해 미국 가구 제품들은 홈오피스 관련된 데스크 수요 뿐만 아니라 매트리스와 같은 침실가구까지 판매가 증가하고 있는 실정이다. 미국의 소매판매 데이터를 보더라도, 초기 생필품 구매에서 현재는 주거의 질 향상을 위한 제품 구매가 늘어나고 있다. 이러한 환경 속에 실내정원용품 등을 필두로한 집꾸미기 제품 판매로 Home Depot의 실적 호조는 지속될 것으로 기대된다.

Stock Data

SPX (9/11)		3,340.97pt
시가총액		$297,457.0 백만
발행주식수		1,076.5 백만
52 주 최고가 / 최저가		$292.95 / $140.63
90 일 일평균거래대금		$992.5 백만
기관투자가 유통주식		73.94%
배당수익률(20E)		2.18%
SPX 대비 상대수익률	1 개월	-5.6%
	6 개월	9.0%
	12 개월	6.3%
주주구성	VanGuard	8.5%
	BlackRock	6.7%

Stock Price



Financial Data

(백만달러)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS ($)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
FY2016	88,519	11,774	11,021	7,009	5.5	15.8	13,637	23.0	12.9	24.9	89.6
FY2017	94,595	13,427	12,491	7,957	6.5	17.9	15,400	21.4	12.2	38.4	149.4
FY2018	100,904	14,681	13,698	8,630	7.3	13.3	16,743	28.4	15.7	165.0	298.3
FY2019	108,203	15,530	14,556	11,121	9.8	33.4	17,682	18.6	13.1	n/a	n/a
FY2020	110,225	15,843	14,715	11,242	10.3	5.2	18,952	22.3	15.2	n/a	n/a

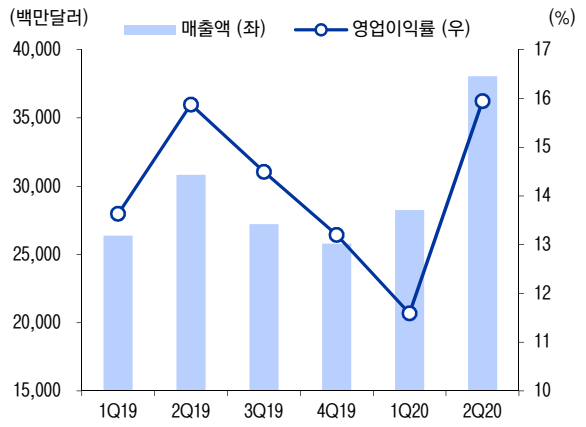
자료: Home Depot, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 월별, 품목별 미국 소매판매 추이

(MoM %)	2월	3월	4월	5월	6월	7월
전체 소매판매	-0.4	-8.3	-14.7	18.2	8.4	1.2
식료품	**-0.1**	**26.9**	**-12.8**	**2.2**	**-1.5**	**0.2**
개인위생용품	**-0.4**	**5**	**-14.8**	**1.5**	**6.9**	**3.6**
의류	-1.6	-49.4	-75.2	176.7	98.8	5.7
취미생활용품	**-0.2**	**-17.8**	**-33.7**	**78.0**	**27.6**	**-5.0**
가구,홈데코	**-0.9**	**-21.1**	**-48.8**	**79.1**	**37.4**	**0.0**
자동차용품	-0.5	-25.7	-12.3	48.7	9.1	-1.2
전기전자	**-0.9**	**-11**	**-43.2**	**36.5**	**37.6**	**22.9**
주유	-2.9	-16.5	-24.4	11.9	14.8	6.2

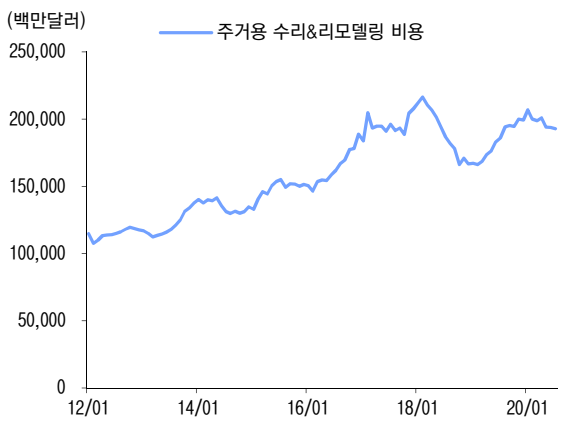
자료: Statistics, 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 Home Depot 분기 실적 추이



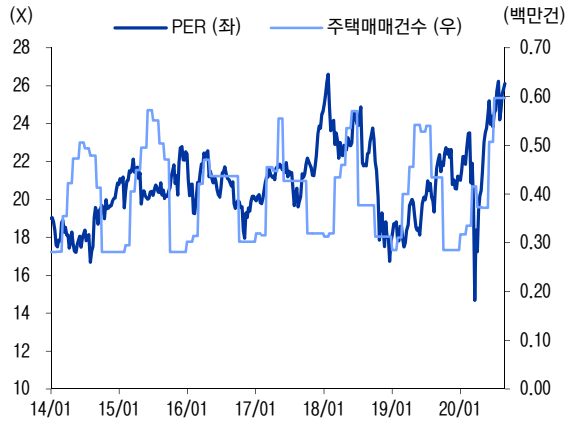
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 미국 주거용 수리&리모델링 지출 비용



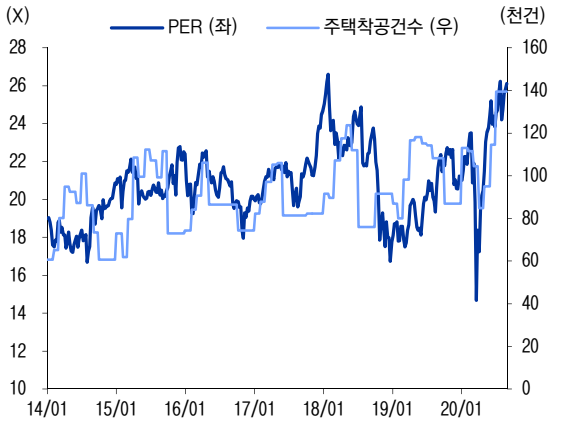
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 Home Depot PER 과 주택매매건수 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 Home Depot PER 과 주택착공건수 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Home Depot (HD US Equity)

재무상태표

(백만달러)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
유동자산	16,993	17,724	18,933	18,529	19,810
현금 및 현금성자산	2,216	2,538	3,595	1,778	2,133
매출채권 및 기타채권	1,890	2,029	1,952	980	1,070
재고자산	11,809	12,549	12,748	13,925	14,531
기타유동자산	356	337	403	1,708	1,943
비유동자산	25,556	25,242	25,596	25,474	31,426
관계기업투자 등	-	-	-	-	-
유형자산	22,191	21,914	22,075	22,375	28,365
무형자산 및 기타	3,365	3,328	3,521	3,099	3,061
자산총계	**42,549**	**42,966**	**44,529**	**44,003**	**51,236**
유동부채	12,526	14,133	16,194	16,716	18,375
매입채무 및 기타재무	10,057	10,704	11,108	11,883	12,013
단기금융부채	427	1,252	2,761	2,395	3,641
기타유동부채	2,042	2,177	2,325	2,438	2,721
비유동부채	23,707	24,500	26,881	29,165	35,977
장기금융부채	20,888	22,349	24,267	26,807	33,736
기타비유동부채	2,819	2,151	2,614	2,358	2,241
부채총계	**36,233**	**38,633**	**43,075**	**45,881**	**54,352**
지배주주지분	6,316	4,333	1,454	-1,878	-3,116
자본금 및	9,435	9,875	10,281	10,667	11,090
이익잉여금	30,973	35,519	39,935	46,423	51,729
비지배주주지분(연결)	-	-	-	-	-
자본총계	6,316	4,333	1,454	-1,878	-3,116

손익계산서

(백만달러)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	**88,519**	**94,595**	**100,904**	**108,203**	**110,225**
매출원가	58,254	62,282	66,548	71,043	72,653
매출총이익	**30,265**	**32,313**	**34,356**	**37,160**	**37,572**
판매비 및 관리비	16,801	17,132	17,864	19,513	19,740
영업이익	11,774	13,427	14,681	15,530	15,843
(EBITDA)	13,637	15,400	16,743	17,682	18,952
세전계속사업이익	11,021	12,491	13,698	14,556	14,715
당기순이익	7,009	7,957	8,630	11,121	11,242
매출총이익률 (%)	34.2	34.2	34.0	34.3	34.1
영업이익률 (%)	13.3	14.2	14.5	14.4	14.4
EBITDA 마진률 (%)	15.4	16.3	16.6	16.3	17.2
당기순이익률 (%)	7.9	8.4	8.6	10.5	10.2
ROA (%)	17.0	18.6	19.7	25.1	23.6
ROE (%)	89.6	149.4	298.3	n/a	n/a

현금흐름표

(백만달러)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동 현금흐름	**9,373**	**9,783**	**12,031**	**13,038**	**13,723**
당기순이익(손실)	7,009	7,957	8,630	11,121	11,242
감가상각&무형자산상각	1,863	1,973	2,062	2,152	2,296
기타비현금항목조정	82	154	785	452	637
운전자본 변동	419	-301	554	-687	-452
투자활동 현금	-2,982	-1,583	-2,228	-2,416	-2,653
고정&무형자산 변동	-1,460	-1,583	-1,850	-2,409	-2,641
장기투자순변동	0	-	-	-	-
인수 등으로 인한 순현금	-1,666	-	-374	-21	-
기타투자활동	144	-	-4	14	-12
재무활동 현금	-5,787	-7,870	-8,870	-12,420	-10,834
배당금의 지급	-3,031	-3,404	-4,212	-4,704	-5,958
차입금의 증가(감소)	4,012	2,274	3,298	2,037	1,985
자본의 증가(감소)	-6,772	-6,662	-7,745	-9,727	-6,685
기타재무활동	4	-78	-211	-26	-176
중단사업 현금흐름	-	-	-	-	-

주요 투자지표

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
투자지표 (x)					
P/E	23.0	21.4	28.4	18.6	22.3
P/B	24.9	38.4	165.0	n/a	n/a
EV/EBITDA	12.9	12.2	15.7	13.1	15.2
배당수익률 (%)	2.1	2.2	1.8	2.3	2.4
성장성 (%)					
매출액	6.4	6.9	6.7	7.2	1.9
영업이익	12.5	14.0	9.3	5.8	2.0
세전이익	10.5	13.3	9.7	6.3	1.1
당기순이익	10.1	13.5	8.5	31.1	-0.7
EPS	15.8	17.9	13.3	33.4	5.2
주당지표 (달러)					
EPS	5.5	6.5	7.3	9.8	10.3
BPS	5.0	3.6	1.3	-1.7	-2.9
DPS	2.4	2.8	3.6	4.1	5.4

자료: Home Depot, 이베스트투자증권 리서치센터

LIXIL (5938 JP Equity)

2020. 9. 15 건설/건자재

일본 리모델링 강자

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 ￥2,027.0

컨센서스 대비

상회	부합	하회

최대 건자재 업체, 노후주택 수리 시장 침투 기대

일본의 최대 건자재, 설비업체인 LIXIL은 아시아, 유럽 등 총 54개의 연결종속회사를 보유하고 있는 거대한 기업으로 주택용 고급 욕실 제품인 'American Standard' 를 보유하고 있기도 한 회사이다. 일본 주택시장 성장의 한계에도 불구하고, 글로벌 매출 저변 확대에 따라 매출의 큰 부침 없이 15~16조원의 연 매출을 기록하고 있는 기업이다. 전신은 일본 JS그룹으로, 각각 존재하던 자회사인 Tostem, INAX, Shin Nikkei, SuNWAVE, Toyo Exterior를 2011년 4월 하나의 회사로 통합하면서 사명을 LIXIL로 바꾸었다. LIXIL은 이후 글로벌 건자재 업체의 공격적인 M&A를 통해 세계 최대 규모의 건자재 업체로 성장할 수 있었다. 욕실설비, 건축자재 및 주방설비 등 다양한 사업 포트폴리오를 보유하고 있으며, 욕실제품을 포함한 다양한 건자재 대부분이 일본 또는 북미 지역 M/S 1위를 차지하고 있어 안정적 실적 기조가 지속되고 있다.

일본의 인테리어 시장은 인구감소에 따른 신규 착공 물량의 감소에 따라 도심지역의 부족한 주거 공급 비도심지역의 공실 증가로 인한 슬럼화 문제를 해결하기 위해 국지적인 리모델링이 진행되고 있다. 신규 착공이 감소하면서 우리 나라와 같이 주거용 부동산의 재건축이 나타나고 있는 것이다. 이에 따라 일본 자국 내 구축 부동산 수리 수요가 증가하면서 LIXIL의 동반 수혜 역시 기대된다.

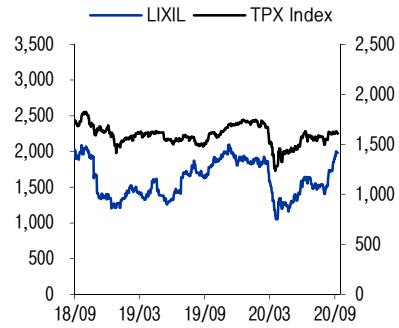
코로나19 이후 일본 이케아인 Nitori와 함께 실적, 주가 선방중

일본의 이케아라고 불리는 Nitori와 함께 LIXIL은 코로나19 이후 주가가 리레이팅 되고 있는 모습이다. 코로나19로 인해 주거 시간이 늘면서 집꾸미기와 리모델링 수요가 증가하였고, 일부 자회사 매각에 따라 매출감소가 지속되던 LIXIL은 2분기 매출액이 QoQ로 상승 전환에 성공, 적자 폭 축소를 기록하면서 하반기 흑자 전환에 대한 기대감이 커진 실정이다. 매출 역성장 기조 지속에 따라 그동안 더욱 주가가 눌려있었다보니, 매출 턴어라운드 성공에 따른 주가 슈팅이 Nitori보다는 더욱 가팔랐던 것으로 보인다

Stock Data

TPX (9/11)		1,651.79pt
시가총액		￥646,690.7 백만
발행주식수		￥313.3 백만
52 주 최고가 / 최저가		￥2,156 / ￥1,065
90 일 일평균거래대금		￥2,145.8 백만
기관투자가 유통주식		46.1%
배당수익률(20E)		3.2%
TOPIX 대비 상대수익률	1 개월	16.6%
	6 개월	30.2%
	12 개월	8.4%
주주구성	Government Pension	7.8%
	LIXIL Group	7.4%

Stock Price

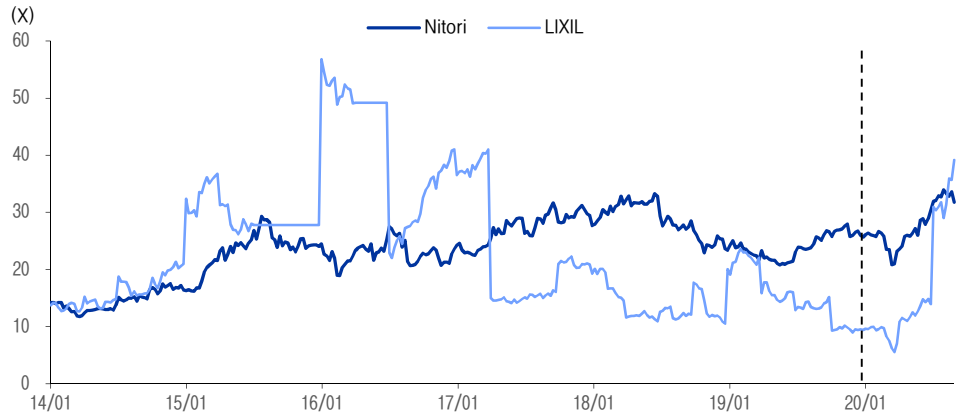


Financial Data

(백만엔)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (엔)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
FY2016	1,890,450	39,011	-7,087	-25,605	-89.3	n/a	101,216	n/a	13.5	1.3	-4.6
FY2017	1,633,229	69,251	70,514	42,503	148.0	n/a	129,952	16.7	11.3	1.5	7.9
FY2018	1,829,344	59,107	65,100	54,581	189.1	12.0	123,768	12.6	10.3	1.1	9.4
FY2019	1,692,432	49,011	47,598	-52,193	-180.0	-53.7	117,513	16.9	8.9	0.8	-9.1
FY2020	1,694,439	39,121	46,811	12,518	43.2	21.3	144,678	12.7	6.4	0.8	2.4

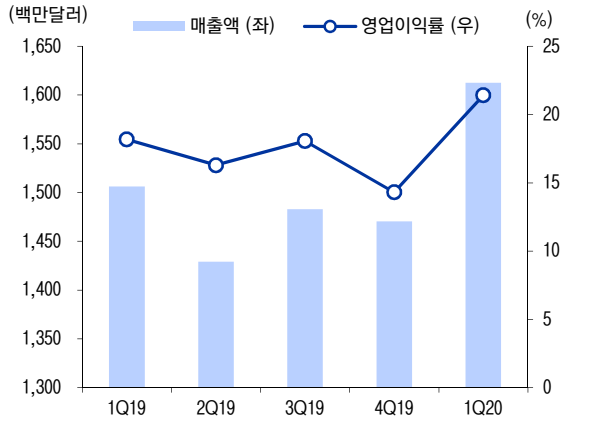
자료: LIXIL, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림110 리모델링/건자재 업체 LIXIL 과 가구업체 Nitori, 코로나 19 이후 주가 리레이팅



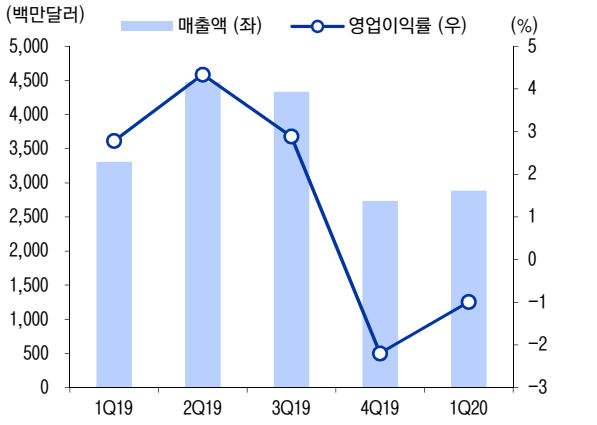
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 일본 Nitori 분기 매출액, 영업이익 추이



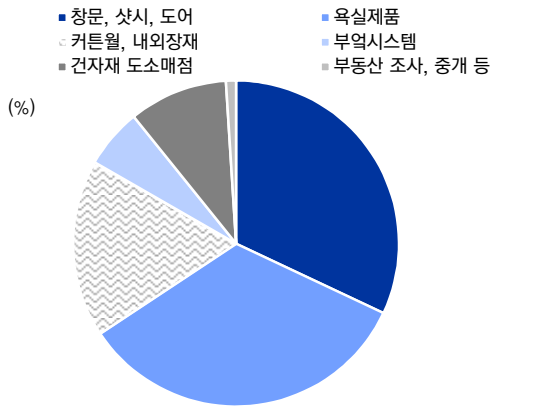
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 일본 LIXIL 분기 매출액, 영업이익 추이



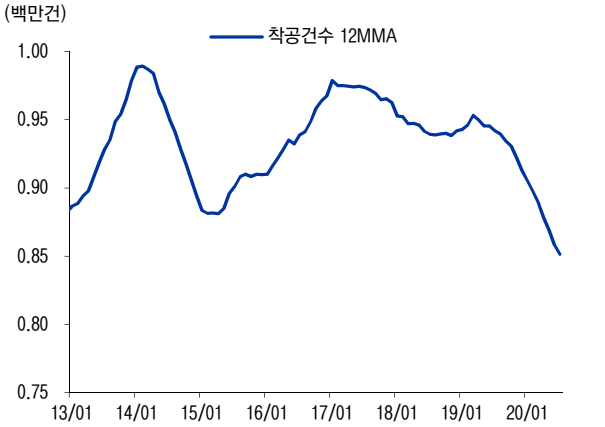
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 일본 LIXIL 사업부문별 매출 비중



자료: LIXIL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 일본 신규 착공 건수 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

LIXIL (5938 JP Equity)

재무상태표

(백만엔)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
유동자산	885,218	849,783	912,776	891,780	742,780
현금 및 현금성자산	129,646	121,563	138,751	141,421	95,862
매출채권 및 기타채권	366,350	367,729	327,773	389,222	296,469
재고자산	211,855	204,581	217,904	234,646	227,606
기타유동자산	164,462	151,893	47,234	51,257	42,591
비유동자산	1,244,902	1,192,382	1,194,355	1,167,764	1,348,749
관계기업투자 등	7,922	7,143	7,787	6,750	7,779
유형자산	546,575	538,137	542,330	552,759	711,885
무형자산 및 기타	690,405	647,102	644,238	608,255	629,085
자산총계	**2,130,120**	**2,042,165**	**2,107,131**	**2,059,544**	**2,091,529**
유동부채	862,478	777,185	824,147	938,652	807,140
매입채무 및 기타재무	360,855	361,055	351,783	400,966	342,651
단기금융부채	325,660	251,332	243,007	368,114	267,382
기타유동부채	175,963	164,798	229,357	169,572	197,107
비유동부채	730,334	705,549	633,411	553,725	749,252
장기금융부채	501,399	508,582	444,920	357,984	565,174
기타비유동부채	228,935	196,967	188,491	195,741	184,078
부채총계	**1,592,812**	**1,482,734**	**1,457,558**	**1,492,377**	**1,556,392**
지배주주지분	524,806	547,244	616,897	533,656	502,165
자본금 및	329,145	329,022	345,874	346,002	346,538
이익잉여금	227,768	256,724	292,797	222,095	217,206
비지배주주지분(연결)	12,502	12,187	32,676	33,511	32,972
자본총계	**537,308**	**559,431**	**649,573**	**567,167**	**535,137**

손익계산서

(백만엔)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	**1,890,450**	**1,633,229**	**1,829,344**	**1,692,432**	**1,694,439**
매출원가	1,348,849	1,081,703	1,252,422	1,138,847	1,128,994
매출총이익	**541,601**	**551,526**	**576,922**	**553,585**	**565,445**
판매비 및 관리비	446,009	435,383	500,876	442,427	420,959
영업이익	**39,011**	**69,251**	**59,107**	**49,011**	**39,121**
(EBITDA)	101,216	129,952	123,768	117,513	144,678
세전계속사업이익	**-7,087**	**70,514**	**65,100**	**47,598**	**46,811**
당기순이익	**-25,605**	**42,503**	**54,581**	**-52,193**	**12,518**
매출총이익률 (%)	28.6	33.8	31.5	32.7	33.4
영업이익률 (%)	2.1	4.2	3.2	2.9	2.3
EBITDA 마진률 (%)	5.4	8.0	6.8	6.9	8.5
당기순이익률 (%)	0.6	3.8	2.3	3.0	2.2
ROA (%)	-1.3	2.0	2.6	-2.5	0.6
ROE (%)	-4.6	7.9	9.4	-9.1	2.4

현금흐름표

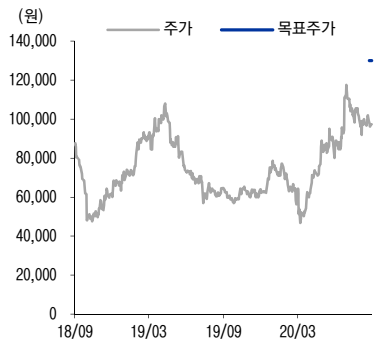
(백만엔)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동 현금흐름	**121,085**	**132,531**	**116,362**	**69,351**	**157,701**
당기순이익(손실)	-25,605	42,503	54,581	-52,193	12,518
감가상각&무형자산상각	62,205	60,701	64,661	68,502	105,557
기타비현금항목조정	64,665	27,267	-2,289	69,513	34,927
운전자본 변동	19,820	7,401	-591	-6,134	20,556
투자활동 현금	**19,059**	**-58,052**	**-57,818**	**-68,775**	**-47,945**
고정&무형자산 변동	-55,328	-65,694	-67,912	-66,512	-64,683
장기투자순변동	11,234	5,089	17,978	1,764	875
인수 등으로 인한 순현금	-15,448	-5,085	-9,812	3,553	7,657
기타투자활동	78,601	9,338	1,928	-3,630	8,200
재무활동 현금	**-154,403**	**-79,899**	**-43,843**	**1,579**	**-153,285**
배당금의 지급	-17,190	-17,222	-17,281	-20,296	-20,307
차입금의 증가(감소)	134,092	-62,167	-67,755	27,531	131,541
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타재무활동	-3,121	-5,303	41,193	10,191	549
중단사업 현금흐름	0	4,793	0	-15,847	-1,986

주요 투자지표

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
투자지표 (x)					
P/E	n/a	16.7	12.6	16.9	12.7
P/B	1.3	1.5	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA	13.5	11.3	10.3	8.9	6.4
배당수익률 (%)	3.0	2.4	3.0	4.9	5.2
성장성 (%)					
매출액	10.8	-13.6	12.0	-7.5	0.1
영업이익	-18.8	77.5	-14.6	-17.1	-20.2
세전이익	n/a	n/a	-7.7	-26.9	-1.7
당기순이익	-62.4	474.0	-32.6	22.0	-25.5
EPS	n/a	n/a	12.0	-53.7	21.3
주당지표 (엔)					
EPS	-89.3	148.0	189.1	-180.0	43.2
BPS	1,828.8	1,902.2	2,128.8	1,839.6	1,731.0
DPS	60.0	60.0	65.0	70.0	70.0

자료: LIXIL, 이베스트투자증권 리서치센터

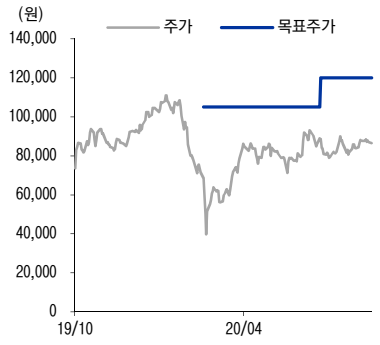
한샘 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.09.15	신규	김세련									
2020.09.15	Buy	130,000									

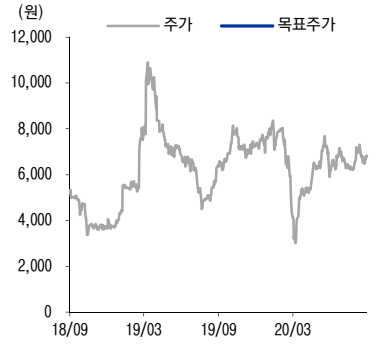
지누스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.16	변경	김세련									
2020.03.16	Buy	105,000	-11.4		-27.7						
2020.07.21	Buy	120,000									

하츠 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.09.15	신규	김세련									
2020.09.15	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)