산업분석

건설/건자재/스몰캡

2021. 2. 23

Overweight

2021, 공급전야

인테리어와 임대주택 수혜주 몰아보기

Part I 공급 대책과 민간 주택시장 점검

Part II 업태의 변화, 업황의 호조가 만난 주택 리폼시장

Part III 임대주택과 3기 신도시

eBEST
이베스트투자증권

안녕하세요. 이베스트투자증권 건설/건자재 **김세련,** 스몰캡 **조은애** 입니다.

최근 우리 나라 부동산 공급 대책으로 인한 건설/건자재 종목 주가가 움직이는 가운데, 공급 공백으로 인한 리모델링 수요의 확대로 인한 집꾸미기 수혜주, 공공 발주의 수혜주를 찾는 **인테리어, 임대주택 수혜주 몰아보기**자료를 준비했습니다.

우리 나라 부동산 시장은 각종 수요, 공급 규제에도 불구하고 전례없는 매매 거래량의 증가와 가격 상승 구간을 마주하고 있습니다. 비인기 자산인 빌라, 오피스텔로의 매매 거래량의 이동 및 인구 인동을 수반하는 매매 거래가 나타나는 것으로 반추해볼 때, 실수요자의 주택 구매가 지속되고 있다는 것을 알 수 있습니다. 이러한 가운데 정부는 재건축 규제 확대를 지속하고 있어, 가격 상승이 쉽게 잡히기 어려운 상황입니다.

이에 정부는 다양한 공급 정책을 발표하고 있지만, 공공이 주도하는 공급 확대는 3기 신도시와 임대주택을 제외하고는 단기간에 나타나기 쉽지 않아 보입니다. 그러나 민간 건설사의 신규 분양 시장은 지난해부터 엄청난 호조기를 맞이하고 있습니다. 신규 주택 수요가 폭증하면서 대형 건설사들의 분양은 V자 반등이 나타났습니다. 실적 성장의 바로미터가 되는 분양은 2021년 더욱 확대될 전망입니다. 공급증가 사이클은 이미 정책과는 무관하게 민간 주도하에 공격적으로 늘어나고 있는 것입니다.

증가된 분양이 공사 기간을 거쳐 입주 공급으로 본격 시장에 들어오는 시점은 2023년이 될 것입니다. 따라서 구축 아파트 매수세와 이에 따른 리모델링/인테리어 종목 성장성 역시 입주공급 공백에 따라 2022년까지 쉽게 꺾이지 않을 것입니다. 건설/건자재 업종 의견을 **비중확대 (Overweight)** 으로 유지합니다.

사람들의 집꾸미기 인식 변화에 따른 홈데코/인테리어 시장의 업태 변화, 주택 매매수요 확대에 따른 리모델링 증가, 이러한 업황의 호조로 인해 2021년 다시금 주목해야 하는 종목은 **한샘, 하츠, 한독크린텍, 대림B&Co, 서울옥션** 등입니다. 정부의 3기 신도시, 임대주택 확대에 따른 수혜주는 커버리지 종목 중 **금호산업** 으로 볼 수 있겠습니다.

업황 호조, 업태 변화를 만난 집꾸미기 종목들의 방향성에 대해 함께 고민해 주시면 감사하겠습니다.

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

Mid-Small Cap
Analyst **조은애**
02 3779 8951
goodkid@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 공급 대책과 민간 주택시장 점검]

서울, 수도권의 주택 입주, 인허가 물량은 모두 감소하는 추세였습니다. 이에 따라 김현미, 변창흠 국토교통부 두 장관의 공통된 정책 기조는 공공이 주도하는 공급 확대인데, 단기적으로 성과가 나타나기 쉽지 않아 보입니다.

그러나 민간 건설사의 신규 분양 시장은 지난해부터 엄청난 호조기를 맞이하고 있습니다. 신규 주택 수요가 폭증하면서 대형 건설사들의 분양은 V 자 반등이 나타났습니다. 실적 성장의 바로미터가 되는 분양은 2021 년 더욱 확대될 전망입니다. 공급증가 사이클은 이미 정책과는 무관하게 민간 주도하에 공격적으로 늘어나고 있는 것입니다. 증가된 분양이 공사 기간을 거쳐 입주 공급으로 본격 시장에 들어오는 시점은 2023 년이 될 것입니다. 따라서 구축 아파트 매수세와 이에 따른 리모델링/인테리어 종목 성장성 역시 입주공급 공백에 따라 2022 년까지 쉽게 꺾이지 않을 것입니다.

[Part II. 업태의 변화, 업황의 호조가 만난 주택 리폼시장]

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. 더불어 홈퍼니싱, 인테리어 시장의 패러다임 시프트가 나타난 이유는 궁극적으로 주거 환경이 악화되었기 때문인 것으로 보여집니다. 집은 좁아지고, 점차 낡아가는데 사람들의 소득 수준은 과거보다 증가했기 때문입니다.

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.

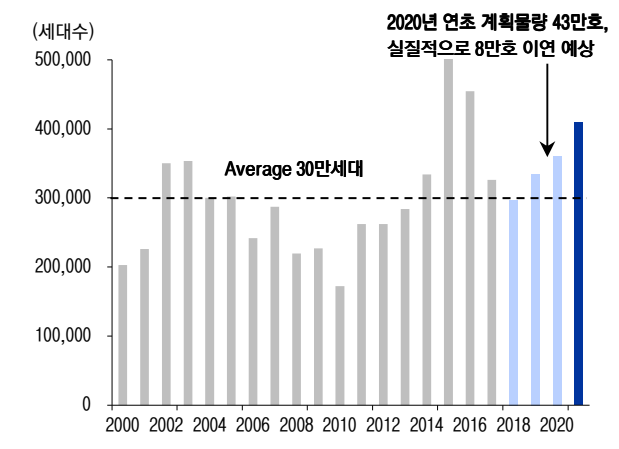
지금의 인테리어 시장은 1) 리모델링 시장의 표준화, 2) 실수요자의 매매 수요 확대, 3) 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고 있습니다.

[Part III. 임대주택과 3 기 신도시]

LH에 따르면 지난해 12월 하남교산, 인천계양 3기 신도시의 보상 협의가 진행중에 있다고 합니다. 올해 하반기부터 3기 신도시에서 도입하기로 한 사전청약제까지 예정대로 시행하게 되면, 공급 속도는 더욱 빨라질 수 있을 것으로 기대됩니다. 또한 정부는 공공임대 확대를 통한 서민 주거 안정 확대를 꾀하고 있습니다. 최근에는 민간임대주택을 지을 경우 용적률 인센티브도 부여하고 있어, 정부 주도 뿐만 아니라 민간 역시 임대주택 공급이 높아질 수 있을 것으로 기대됩니다. 이러한 정책 기조에 힘입어, 공공 부문에 특화된 건설사의 수주 저변은 더욱 확대될 것으로 기대합니다.

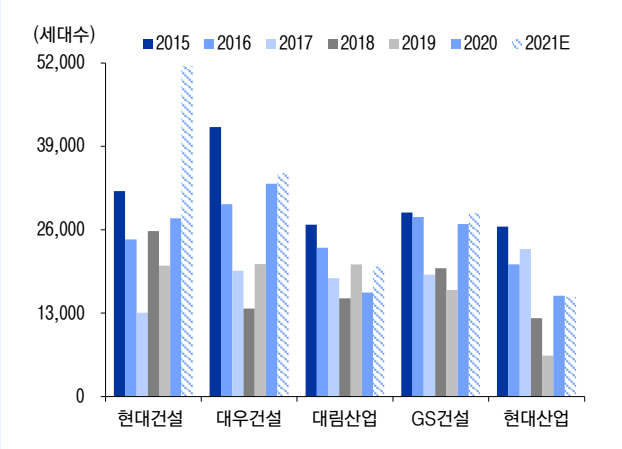
Key Charts

전국 분양 물량 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

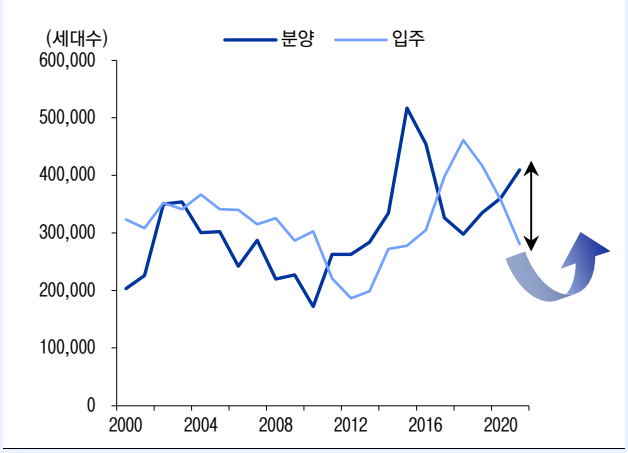
대형건설사 연도별 분양공급 및 계획: V 자 반등



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

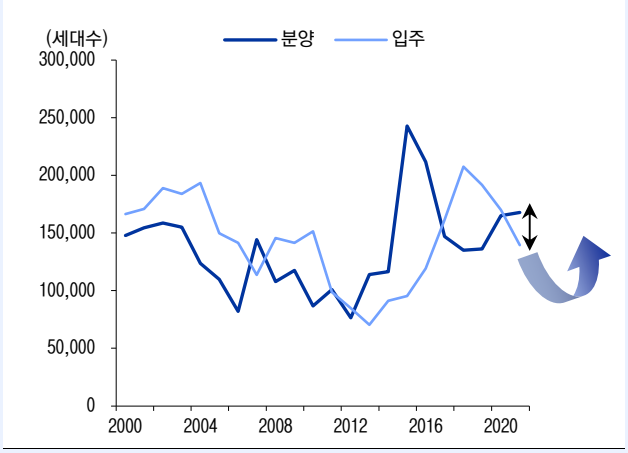
- **전국 분양물량, 2021 년에도 고공 상승하며 신규주택 수요 흡수 예정**
- **정부의 규제 또는 공급대책과 무관하게, 민간 주택시장은 이미 공급 확대 사이클 진입**

전국 입주-분양 추이



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

서울, 수도권 입주-분양 추이

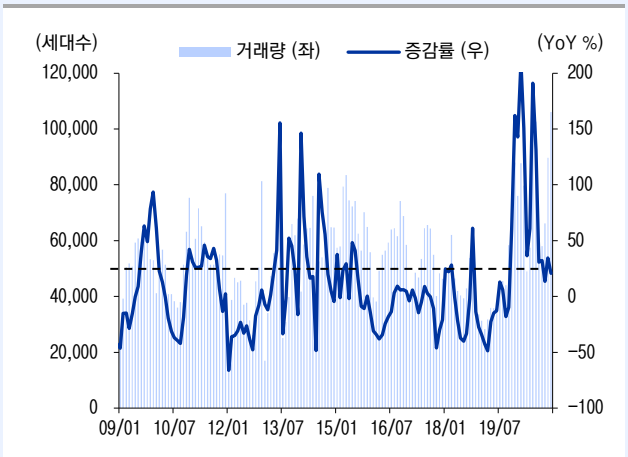


자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

- **증가한 분양, 공사를 통해 입주 공급으로는 2023 년부터 본격적으로 증가할 것**
- **공급 공백을 메꿀 구축 주택 매매 증가 전망, 리모델링 시장 호조 지속 기대**

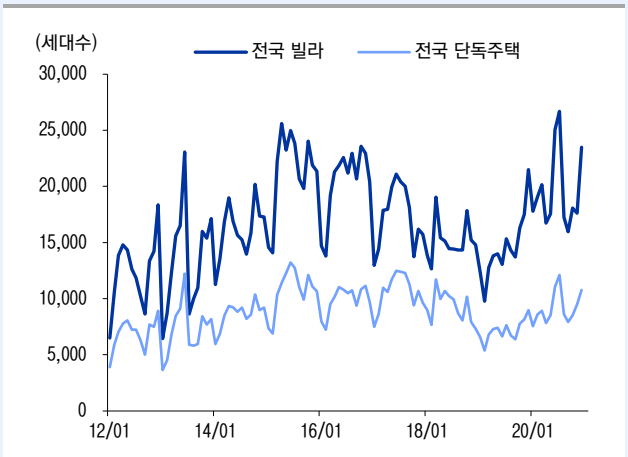
Key Charts

아파트 매매거래량 추이



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권

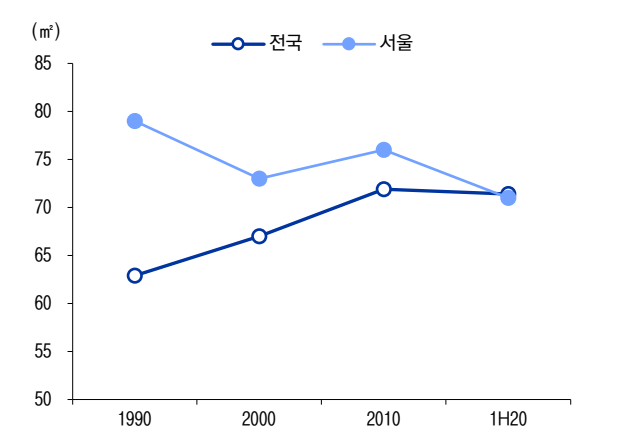
전국 빌라, 단독주택 거래량 추이



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

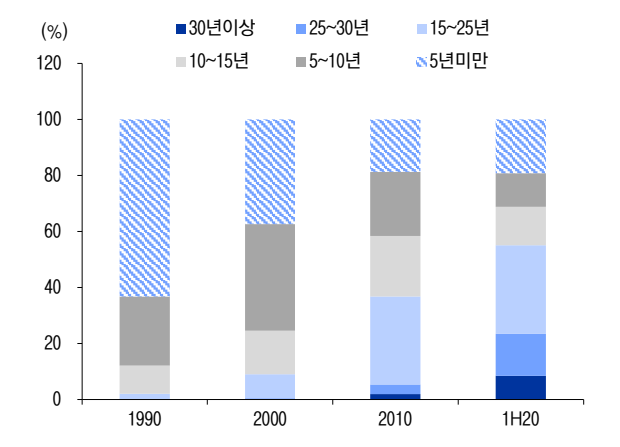
- **꺾일줄 모르는 주거용 부동산 매매 거래량**
- **비인기 주거자산까지 매매거래 이동, 실수요자의 주택 구매 지속**

우리 나라 세대당 주거 면적



자료: 부동산지인, 이베스트투자증권

연한에 따른 공동주택 세대 비율

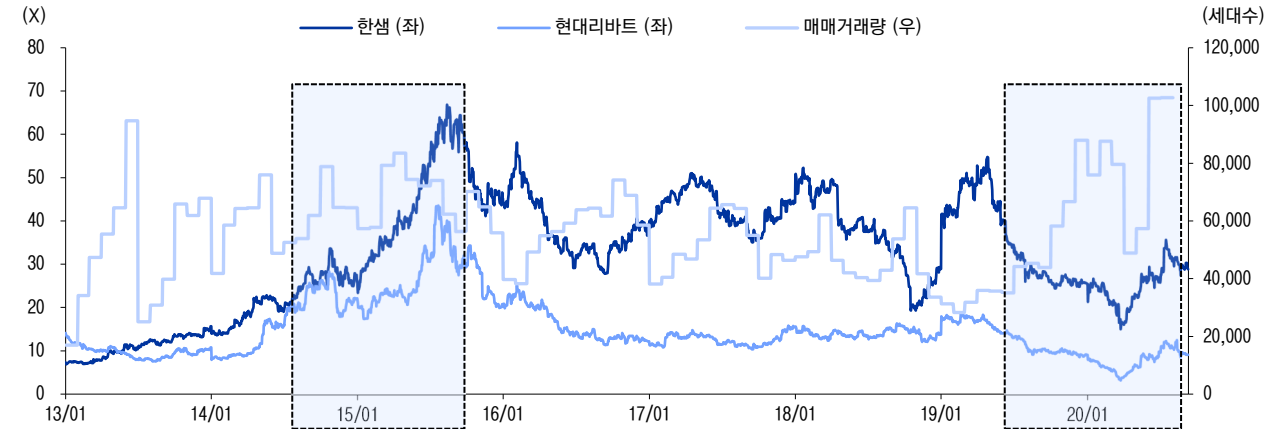


자료: 부동산지인, 이베스트투자증권

- **점점 좁아지고, 낡아가는 주거 환경**
- **주거의 질 악화로 개인들의 집꾸미기 수요 확대**

Key Charts

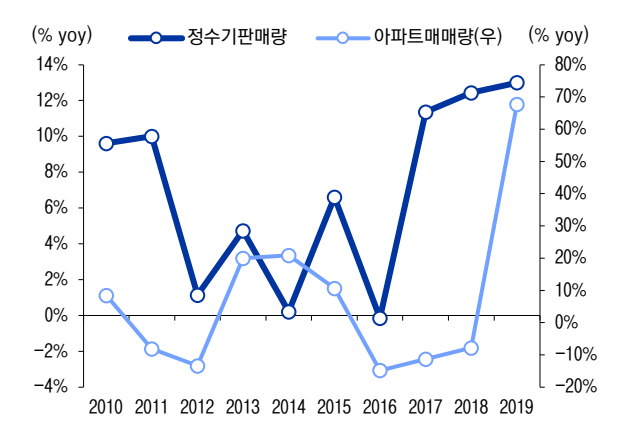
한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

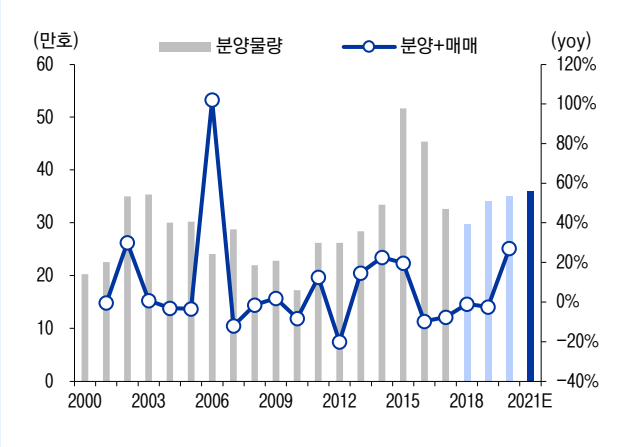
- **과거 인테리어 종목은 업황(부동산 랠리)+업태변화(가구시장 표준화)로 주가 리레이팅**
- **현재도 업황(주택 매매거래 지속)+업태변화(집꾸미기 수요 확대)가 만나는 시점!**

우리나라 정수기판매량과 아파트매매 추이



자료: 환경부, 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

전국 분양물량 전망과 대림 B&Co 매출액 추이



자료: 대림B&Co, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

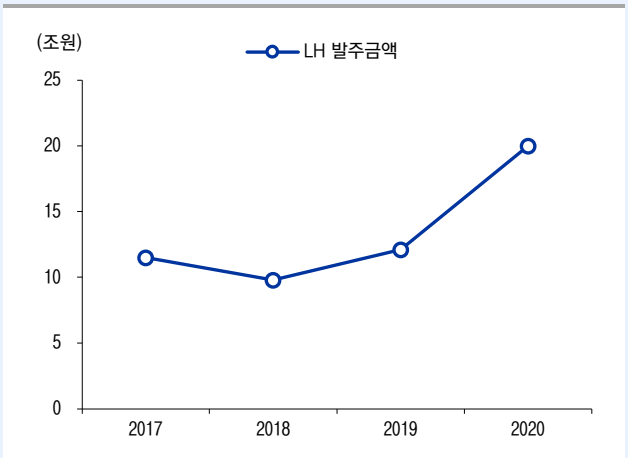
- **매매거래 증가에 따른 B2C 리모델링 호조, 분양 증가로 인한 B2B 입주 공급 확대 전망**
- **대표 인테리어 종목인 한샘 뿐만 아니라 한독크린텍, 대림 B&Co, 하츠, 서울옥션에 주목**

Key Charts

3 기신도시: 남양주, 하남, 과천, 인천 계양

자료: 뉴시스 발췌, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

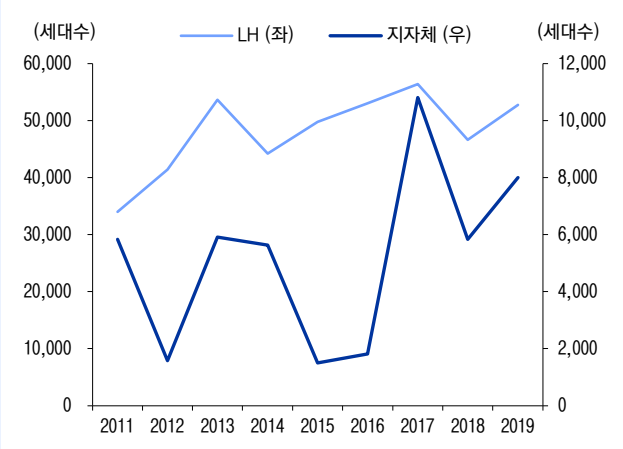
연도별 LH 발주 금액 추이



자료: LH, 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터

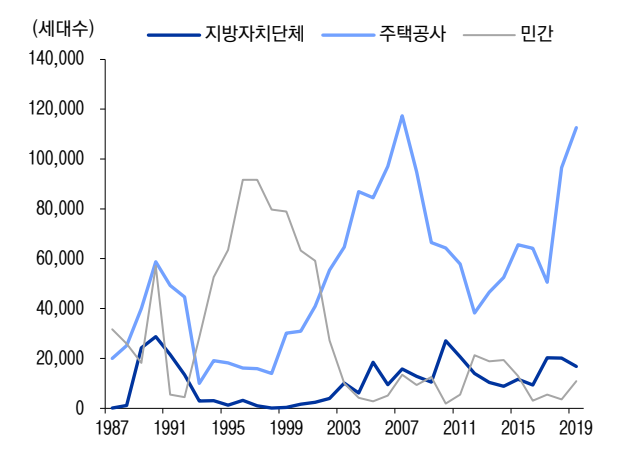
- **공공 발주, 정부의 3 기신도시 공급 확대 및 임대주택으로 늘어나는 실정**
- **3 기 신도시 토지작업 진행 중이며, 연내 사전청약 가능할 것**

LH, 지자체의 임대주택 착공 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 임대주택은 국민임대+공공임대

우리 나라 임대주택 건설 실적



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 다가구, 미분양 매입분을 포함한 사업계획 승인 기준

- **임대주택 역시 정부의 공급 의지 확대에 따라 증가하고 있으며, 민간임대주택은 용적률 완화 적용**
- **LH, SH 등 공공 발주에 레코드가 많은 중소형 건설주 및 B2B 건자재 수혜 기대**

산업분석

건설/건자재/스몰캡
Overweight

2021, 공급전야
인테리어와 임대주택 수혜주 몰아보기

Contents

Part I	공급 대책과 민간 주택시장 점검	9
Part II	업태의 변화, 업황의 호조가 만난 주택 리폼시장	17
Part III	임대주택과 3 기 신도시	27

기업분석

한샘 (009240)	33
하츠 (066130)	38
현대리바트 (079430)	49
LG 하우시스 (108670)	52
에넥스 (011090)	55
금호산업 (002990)	58
한독크린텍 (256150)	61
대림 B&Co (005750)	71
서울옥션 (063170)	77

Part I

공급 대책과 민간 주택시장 점검

정부 주도하의 공급 대책, 민간 분양시장은 황금기

서울, 수도권의 주택 입주, 인허가 물량은 모두 감소하는 추세였습니다. 이에 따라 국토교통부 두 장관의 공통된 공급 정책 기조는 공공이 주도하는 공급에 있는데, 단기적으로 성과가 나타나기 쉽지 않아 보입니다.

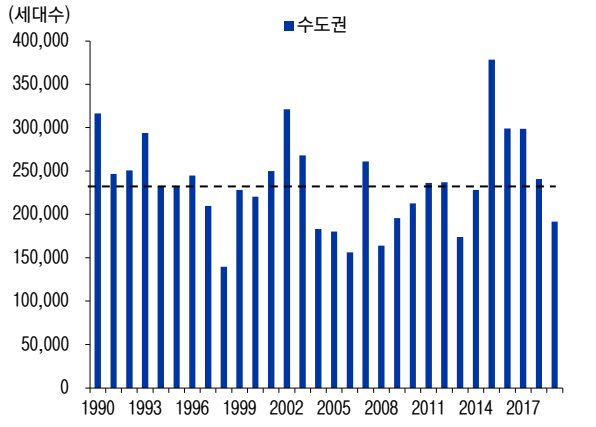
그러나 민간 건설사의 신규 분양 시장은 지난해부터 엄청난 호조기를 맞이하고 있습니다. 신규 주택 수요가 폭증하면서 대형 건설사들의 분양은 V자 반등이 나타났습니다. 실적 성장의 바로미터가 되는 분양은 2021년 더욱 확대될 전망입니다. 공급증가 사이클은 이미 정책과는 무관하게 민간 주도하에 공격적으로 늘어나고 있는 것입니다. 증가된 분양이 공사 기간을 거쳐 입주 공급으로 본격 시장에 들어오는 시점은 2023년이 될 것입니다. 따라서 구축 아파트 매수세와 이에 따른 리모델링/인테리어 종목 성장성 역시 입주공급 공백에 따라 2022년까지 쉽게 꺾이지 않을 것입니다.

공급 규제에도 민간 분양시장 호조 지속

공급 부족 시장에서의 규제, 그리고 기조 선회

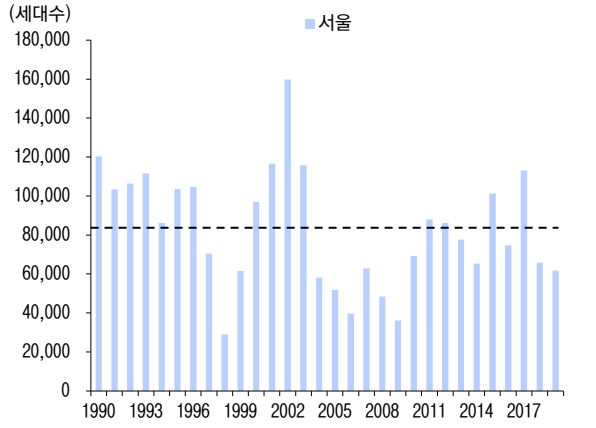
정부는 공급 부족에 대해 인지하고 있었을 것이다. 정부 규제와 무관하게 최근 서울, 수도권의 주택 매크로는 그렇게 좋지 않았다. 박근혜 정권 당시 지나치게 확대된 주택 인허가가 서서히 감소하면서 서울/수도권은 인허가 및 입주가 모두 감소하는 추세였기 때문이다. 수도권은 2015년 주택 인허가가 정점에 이르면서, 3년 뒤인 2008년 입주 공급 피크를 기록한 상황이다. 그에 반해 서울지역은 2002년 인허가가 정점을 찍었으나, 입주는 이듬해인 2003년 사상 최고치 83,145세대를 기록한 후 박근혜 정권 직전까지 추세적으로 감소하는 모습이다. 즉, 수도권의 인허가는 곧바로 착공으로 나타나면서 입주 공급에 기여하지만 서울 지역은 분양가 이슈로 인허가만큼 공급이 나타나지 않았다고 볼 수 있다. 지난해는 규제가 없었다고 하더라도 가격 상승이 불가피했을 것이다.

그림1 수도권 주택 인허가 추이



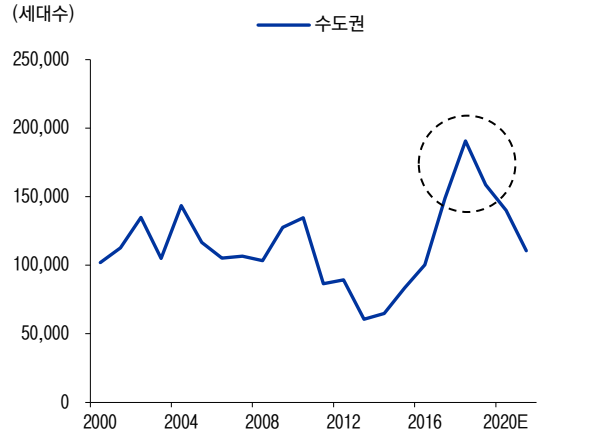
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 서울지역 주택 인허가 추이



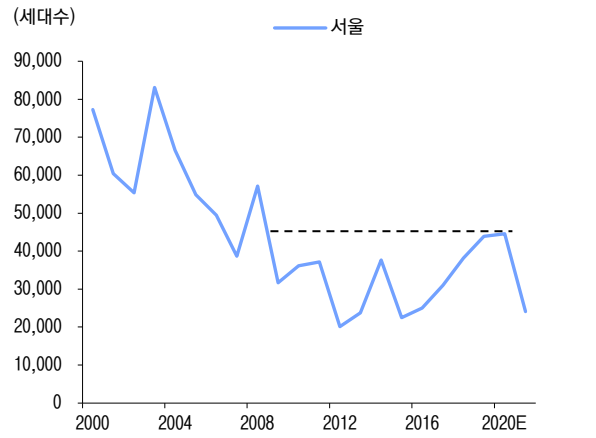
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 수도권 아파트 입주물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 서울지역 아파트 입주물량 추이 및 전망

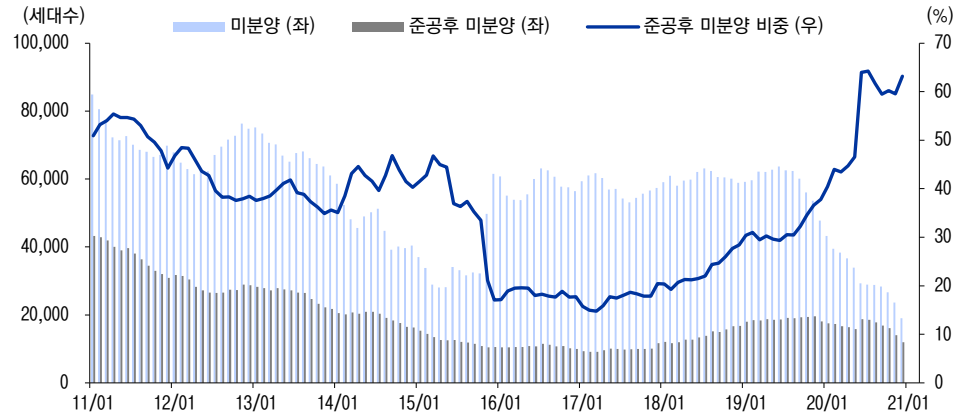


자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

공급 부족을 감지할 수 있는 또다른 지표는 미분양이다. 아파트는 선분양을 하기 때문에 단순히 미분양이란 어떤 지역에서 모델하우스를 지어 신규로 집을 분양할 경우에도 증가할 수 있다. 즉, 미분양은 다른 의미로는 공급 증가로도 해석되기 때문에 단순히 미분양 물량으로 부동산 경기를 예측하기는 어렵고, '준공 후 미분양', 즉 다 지었는데도 팔리지 않은, 직관적인 악성 재고를 함께 봐야한다. 실제 리먼사태 당시 전체 미분양에서 준공 후 미분양이 차지하는 비중이 크게 올라간 모습을 볼 수 있다.

준공 후 미분양 물량의 절대 증가 속도는 크지 않은데, 공급으로 대표되는 미분양이 급격하게 감소하면서 준공 후 미분양 비중은 역대급 수준으로 상승한 상황이다. 2016년 초만 해도 20% 수준에 그치던 준공 후 미분양은 전체 미분양 물량의 63%까지 증가했다. 서울/수도권은 미분양은 거의 소멸하다시피 하고, 전국적으로도 미분양이 큰 폭으로 감소하고 있다. 즉, 공급으로 대변되는 미분양이 줄다보니, 자연적으로 증가하는 악성 재고만이 잔류할 뿐이다. 서울/수도권, 광역시를 필두로 신규 주택에 대한 수요는 쉽게 꺼지지 않는데, 기타 지방의 악성 재고는 소화가 되지 않고 잔재하는 양극화가 나타나고 있다고 볼 수 있겠다.

그림5 **미분양, 준공 후 미분양 비중 추이**



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 **준공 후 미분양 증감 추이**

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 **전국, 서울/수도권 미분양 추이**

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

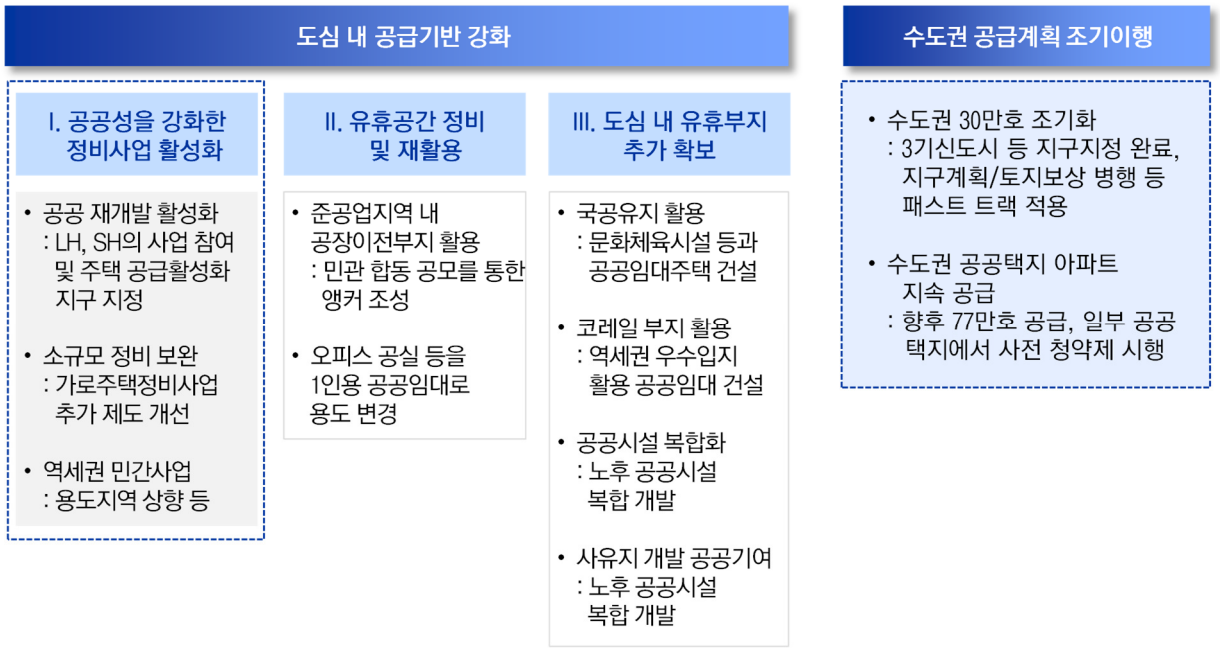
이에 따라 국토교통부는 지난해 5/6 '수도권 주택공급기반 강화 방안'을 발표하며 다양한 공급 대책을 발표했다. 이는 최근 몇 년간 급격하게 감소한 서울/수도권 지역 주택 인허가와 입주 물량에 따른 공급 부족 현상을 완화하기 위한 대책으로 보인다. 뿐만 아니라 올해 2/4 '3080 공공주도 대도시권 주택공급 방안'에서도 공급 부족을 정부 주도하에 획기적으로 해결하겠다는 의지를 확인할 수 있었다. 그런데 지난해 5월과 최근 2월의 정책 골자는 크게 달라지지 않은 것으로 보인다. 3기 신도시 대규모 공급의 조기 이행 정책은 아직 진행이 더디고, 그 밖에 유휴 토지 개발 역시 사업이 진행되고 있는 곳은 없다. 두 장관의 공통된 정책 기조는 결국 '공공주도'에 있고, 실질적으로 공공주도하의 공급 확대는 가시적 성과로 나타나기 쉽지 않아 보인다. 다만, 변창흠 장관의 역세권 고밀개발 정책은 기존 역세권 토지를 보유하고 있는 디벨로퍼들에게는 사업성 증가로 이어지며 호재로 작용할 것으로 판단된다.

표1 변창흠 국토부장관 기존 주택 공급 확대 키워드 3가지

구분	역세권 고밀개발	준공업지역 개발	공공 소규모 재건축
대상지	도심 역세권	서울 내 공장 비율이 50%가 넘는 3,000㎡ 이상 용지	대지면적 10,000㎡, 200가구 미만 노후, 불량 건축물이 2/3 이상인 곳
방식	LH, SH, GH등 공공 디벨로퍼가 참여하는 조건으로 용적률을 올려주고, 공공임대주택을 기부채납받는 방식		
혜택	분양가상한제 적용 면제, 주거지역 층수 제한 7층 이하에서 15층 이하로 완화		

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 김현미 국토부장관 2020년 5/6 수도권 주택공급 추진 전략: 기존 정책 가속화 + 시내 부지 개발



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

시내 유휴부지 공급을 살펴보면, 수도권에 비해 비교적 주택 공급이 부족했던 서울시의 경우 정부에서 기존 물류시설 및 유휴 공간을 정비, 재활용하여 도시 재생 사업으로 공급을 확대하겠다는 입장이다. 준공업지역과 공실 등을 활용하여 2022년간 총 15,000세대를 공급할 예정이며, 구 별로는 영등포구, 구로구, 금천구 등이 가장 개발 대상 면적이 많다. 서울지역 연간 입주 평균 공급량이 3만세대 수준임을 감안할 때, 연간 5천세대씩 공급된다는 가정하에 연간 공급량의 17% 수준이 추가로 확보되는 셈이다.

준공업지역의 개발은 서울 난개발로 인해 주거지역 바로 근교에 물류시설, 차고지 등이 세워져 있어 주거 지역의 낙후화, 슬럼화를 야기하는 지역을 개발하는 계획이다. 첨단산업시설을 새로 지어 물류시설 및 차고지를 단일 건물에 일원화하고, 기존 주거지역 인근 시설은 주거+산업시설로 변경하는 것이 큰 골자이다. 이를 통해 공급 부족의 해소뿐만 아니라 낙후된 지역의 정비 효과까지 기대할 수 있어, 매우 긍정적인 정책으로 판단한다. 도시재생이 가장 필요한 도시는 서울이라고 판단하고 있기 때문에, 이러한 토지 재정비와 활용은 정부 주도하에 진행되어야하는 가장 필요한 정책으로 보이기 때문이다.

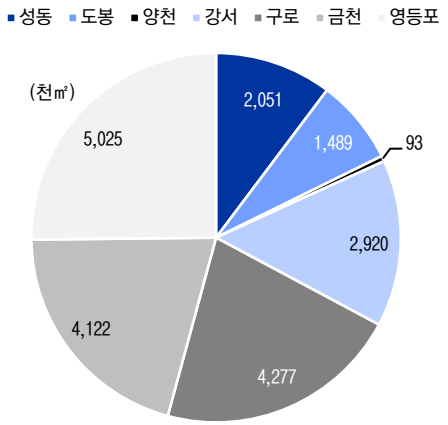
문제는 사업 속도일텐데, 2021년 올해 4천세대, 내년 9천세대의 공급이 과연 현 준공업지역과 공실 활용으로 가능할지에 대한 의문이 있다. 자치구별 준공업지역이 가장 많은 곳은 영등포, 구로, 금천인데 아직 이렇다할 사업이 시작되는 곳은 없어 보인다.

표2 서울시내 유휴공간 정비 및 재활용: 3년간 총 1.5만세대 확보

(단위: 만세대)	2020	2021	2022	2022누계
연도별 공급	0.2	0.4	0.9	1.5
준공업지역	0.1	0.2	0.4	0.7
공실 재활용	0.1	0.2	0.5	0.8
공실전환	0.0	0.1	0.4	0.5
다중주택	0.1	0.1	0.1	0.3

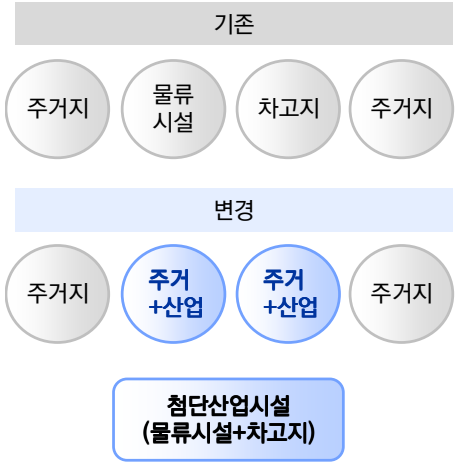
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 서울 내 준공업지역 자치구별 현황



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권

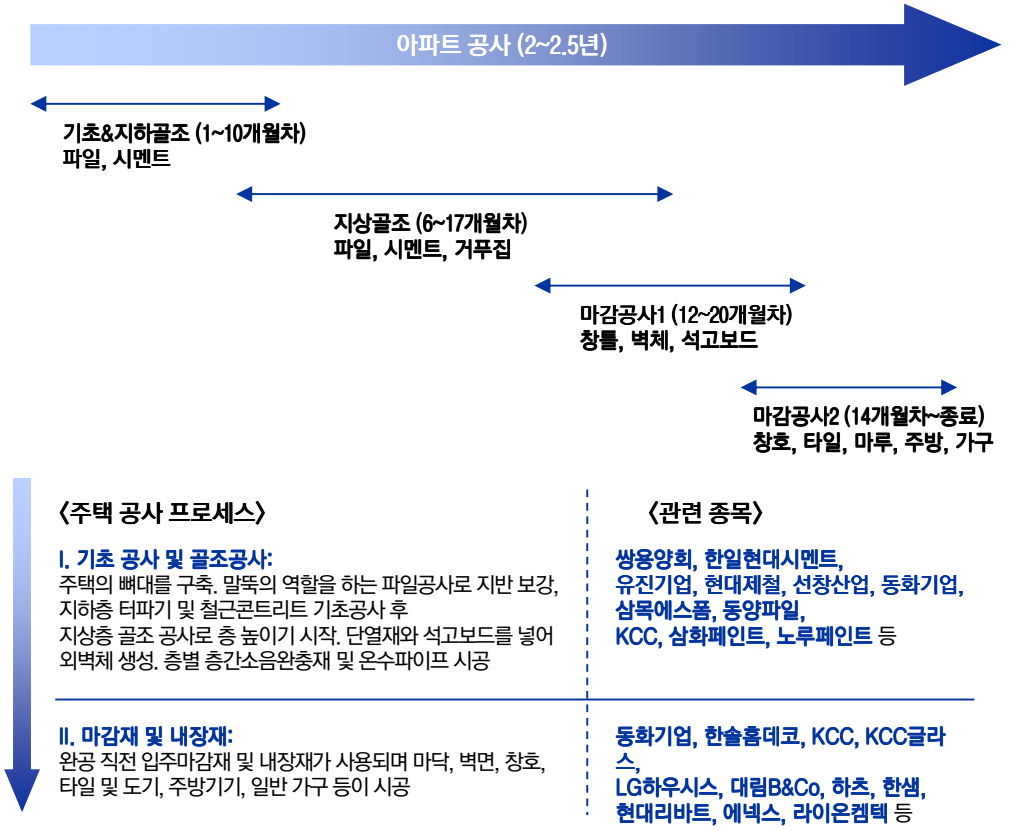
그림10 서울 내 준공업지역 개발 개요



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

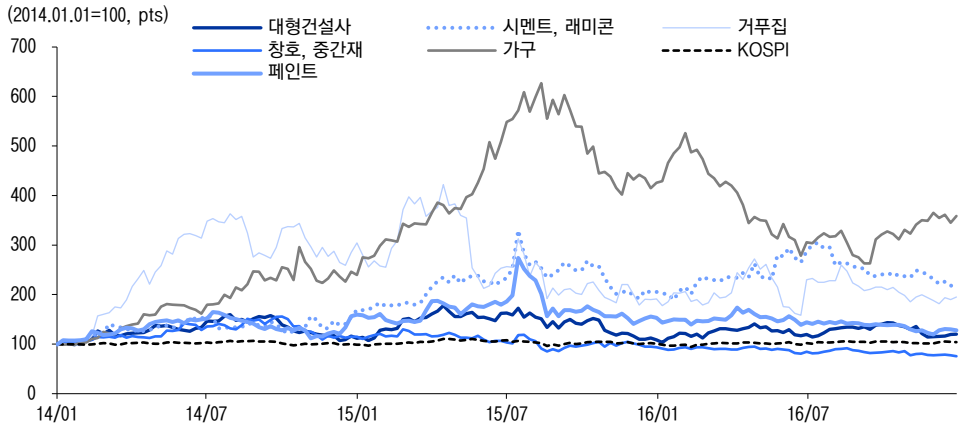
단기적 실효성을 논하자는 것은 아니고, 결국 주체가 민간이 됐든, 공공이 됐든 키워드가 '공급 확대'인 상황에서 건자재의 주가 반등 역시 기대된다. 건자재는 투입 시기와 무관하게 부동산 공급 확대 모멘텀에 주가가 동반 상승하는 경향이 있어, 현 시점에서 종목별 체리피킹이 필요한 상황으로 보여진다.

그림11 아파트 공사 과정 및 유관 종목



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

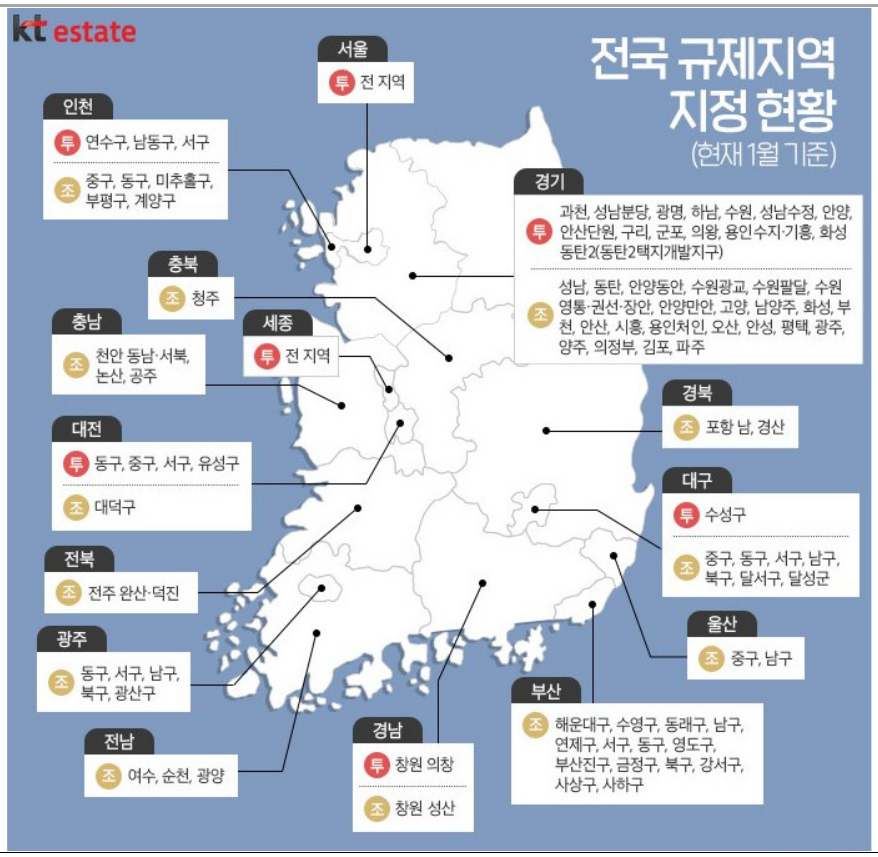
그림12 2014~2016 년 부동산 랠리 당시 건설, 건자재 상대주가 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 대형 건설사는 HDC현대산업개발, GS건설, 대우건설 / 시멘트, 레미콘은 쌍용양회, 유진기업 / 거푸집은 삼목에스폼
창호, 중간재는 KCC, LG하우시스 / 가구는 한샘, 현대리바트

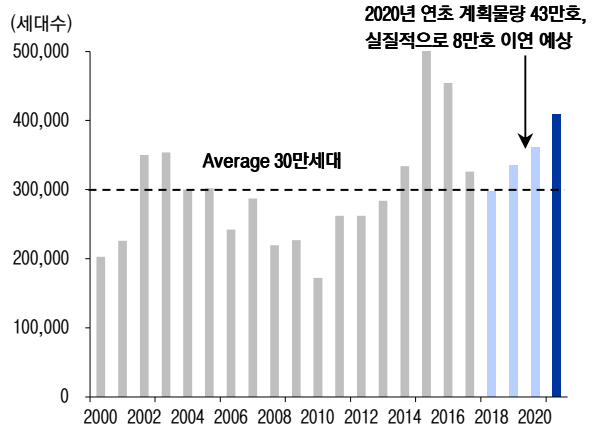
공공이 재건축 규제를 지속하는 동안, 민간 건설사의 신규 분양 시장은 지난해부터 엄청난 호조기를 맞이하고 있다. 수도권 뿐만 아니라 5대 광역시의 신규 주택 수요가 폭증하면서, 대형 건설사들의 신규 분양은 V자 반등이 나타났다. 실적 성장의 바로미터가 되는 분양은 2021년 더욱 확대될 전망이다. 공급증가 사이클은 이미 정부 정책과는 무관하게 민간 주도하에 공격적으로 늘어나고 있는 것이다. 또한, 전국 규제지역 확대로 실수요자의 매수심리가 자극된 가운데 구축 아파트 매매도 꺾이지 않고 있다.

그림13 전국 규제지역 지정 현황 (1 월 기준)



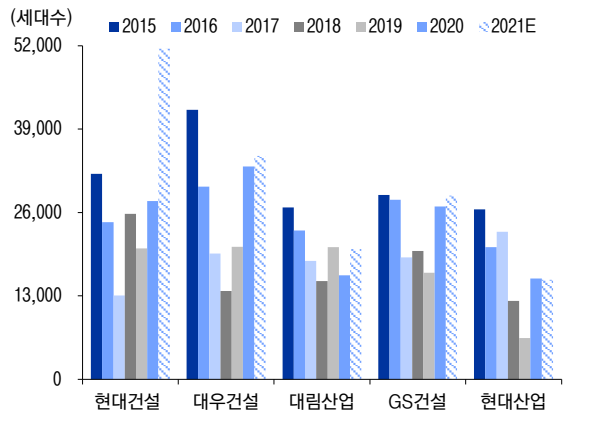
자료: KT Estate 발췌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 전국 분양 물량 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

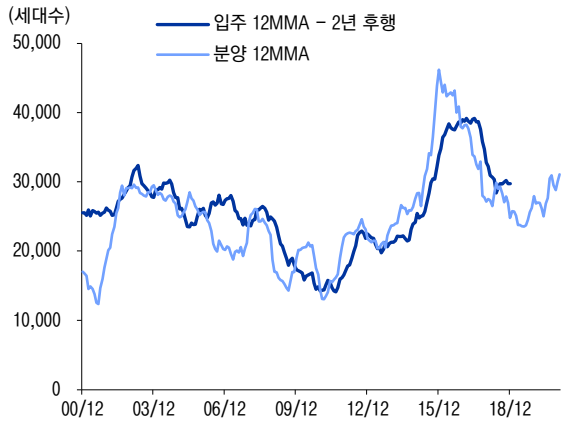
그림15 대형건설사 연도별 분양공급 및 계획: V자 반등



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

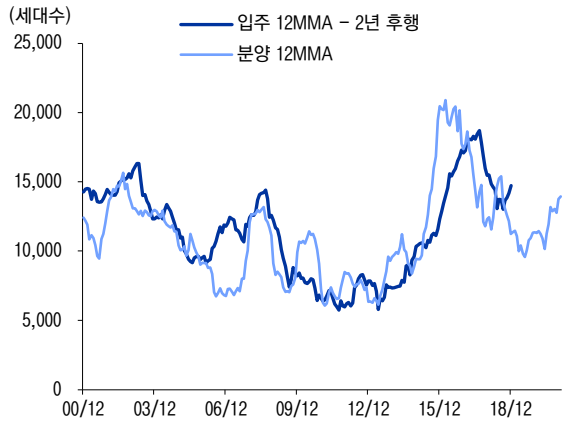
여기서 분양과 입주의 시차를 한 번 점검해볼 필요가 있다. 분양은 2~2.5년의 공사를 거쳐 입주공급으로 시장에 나타나게 되기 때문에, 당연히 입주는 분양 데이터를 2년 후행한다. 최근 분양의 월별 12개월 이동평균은 2018년말까지 저점을 다지다 다시금 반등하는 모습이 나타나고 있다. 앞서 설명했듯이 2020~2021년 대형 건설사의 분양도 공격적으로 확대되는 실정이기 때문에, 증가 추세가 더욱 지속될 것으로 보인다. 그런데 입주의 경우는 아직 저점에 머물러있는 수준이다. 2020년부터 증가된 분양이 2~2.5년이라는 공사 기간을 거쳐 입주 공급으로 본격 시장에 들어오는 시점은 2023년이 될 것이다. 따라서 민간이 주도하는 공급은 이미 업사이클에 들어섰으며, 구축 아파트 매수세와 이에 따른 리모델링/인테리어 종목 성장성 역시 신규주택 입주공급 공백에 따라 2022년까지는 쉽게 꺾이지 않을 것으로 판단한다.

그림16 전국 입주-분양 래깅 추이



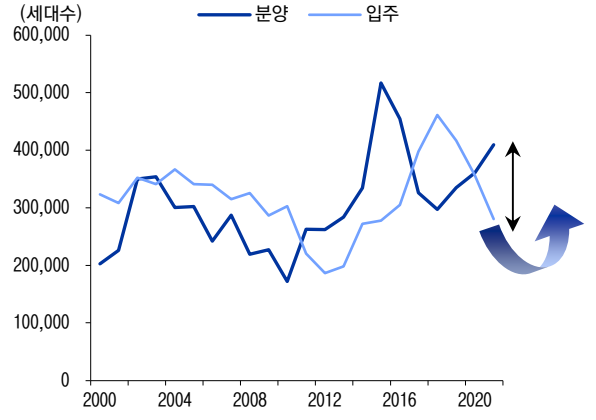
자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 서울, 수도권 입주-분양 래깅 추이



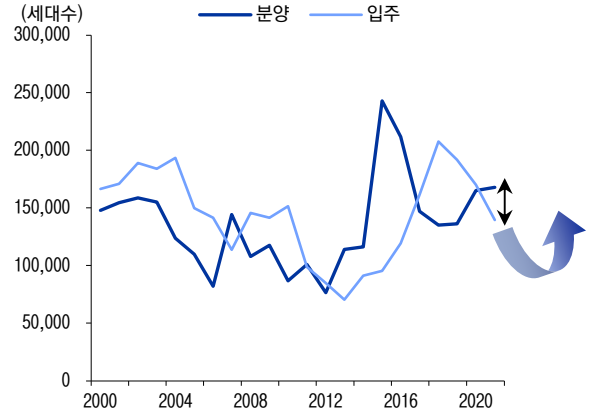
자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 전국 입주-분양 추이



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 서울, 수도권 입주-분양 추이



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

업태의 변화,
업황의 호조가 만난
주택 리폼 시장

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.

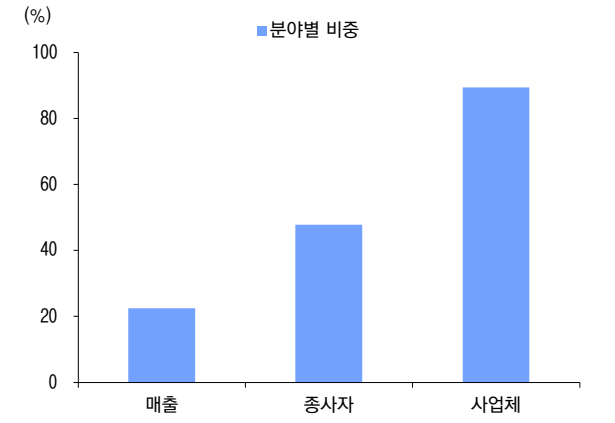
지금의 인테리어 시장은 1) 리모델링 시장의 표준화, 2) 실수요자의 매매 수요 확대, 3) 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고 있습니다.

구축 아파트 매매와 개인의 집꾸미기 인식 변화

패러다임의 변화와 업황이 만난다면, 리레이팅!

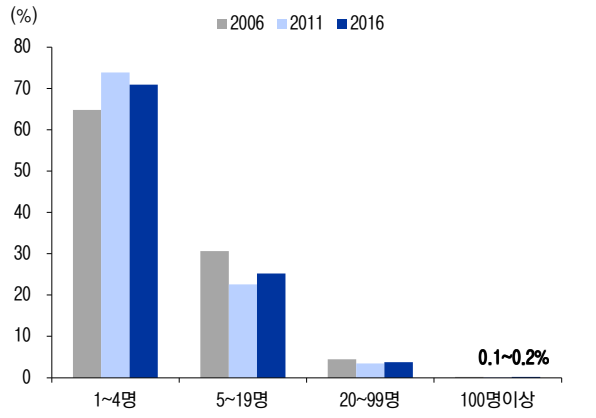
통계청의 2015년 경제총조사에 따르면 가구 시장에서 10인 미만 가구제조업체의 현황은 전체 사업체의 89%에 육박한다. 가구 업체 규모별 사업체 수 비중을 보더라도, 1~4인 사업체가 70%를 차지할 정도로 가구 시장은 영세한 개인 사업자가 주도하는 시장이었다는 것을 알 수 있다. 이러한 한국 가구 시장에 한 획을 그은 것이 바로 이케아의 진출이다. 해당 시기 한국의 대표 상장 가구 기업 한샘 역시 한샘 플래그샵 등을 통해 가구 시장의 토탈 솔루션을 제공하면서 한샘~이케아라는 두 개의 공룡이 한국 가구 시장의 업태를 바꾸어 놓는 계기가 되었다.

그림20 10인미만 가구제조업체 현황



자료: 통계청 2015년 경제총조사, 이베스트투자증권

그림21 가구업체 규모별 사업체수 비중 추이

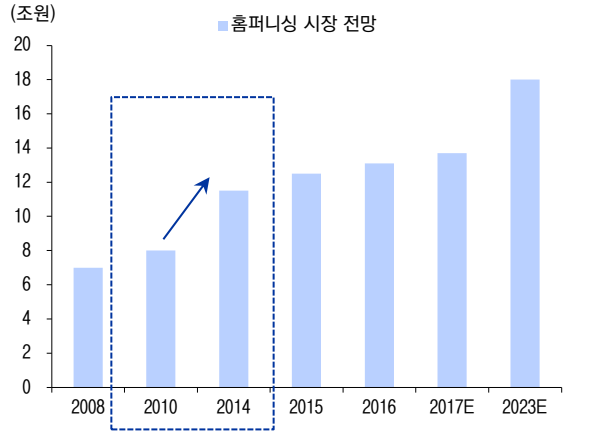


자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림22 2014년 이케아 한국 진출 이후 1주년 당시 실적

자료: 이케아, 이베스트투자증권

그림23 홈퍼니싱 시장 규모: 이케아 효과로 초기 성장 확대

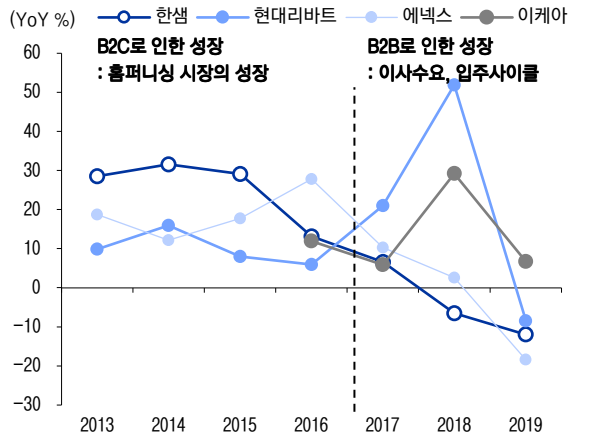


자료: 통계청, 이베스트투자증권

2013~2014년은 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.

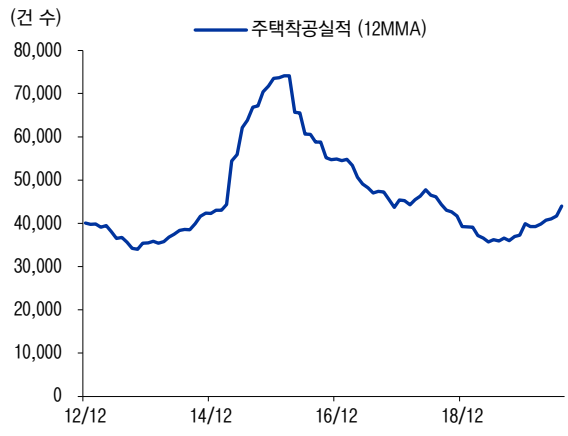
B2C 가구 시장의 표준화에 따른 패러다임 전환이 나타남과 동시에, 한국 부동산 시장은 2014년 금리 인하와 LTV 확대에 따른 단기 부동산 랠리가 나타났다. 주택 착공은 2015년 사상 최대를 기록하였고, 2~3년의 공사 기간을 거쳐 2017~2018년 입주 사이클이 도래하면서 이사 수요가 증가, B2B가 이끄는 가구 시장의 성장이 지속되었다. 가구의 표준화라는 업태의 변화, 입주 사이클의 증가라는 업황의 호조 속에 가구 시장은 황금기를 맞았다.

그림25 주요 가구업체 매출액 성장률 추이



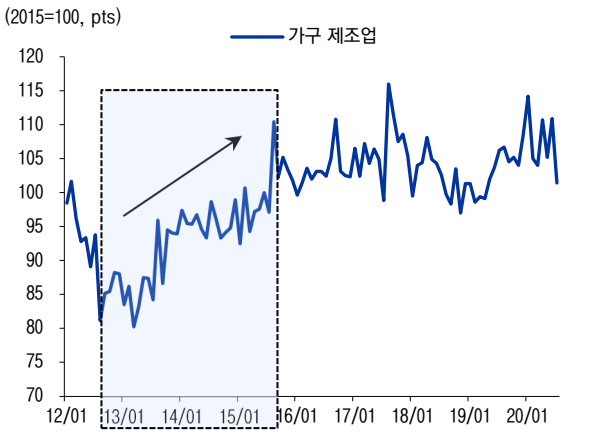
자료: 각 사, 이베스트투자증권

그림26 월별 주택착공실적 12 개월 이동평균 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림27 가구 제조업 월별 출하량 지수



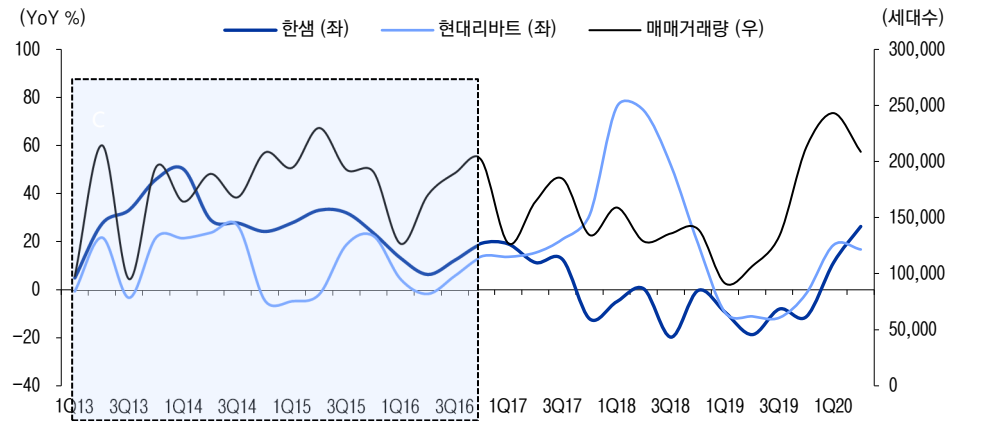
자료: 통계청, 이베스트투자증권

그림28 현대리바트 윌리엄스소노마 독점 판매권 취득

자료: 현대리바트, 이베스트투자증권

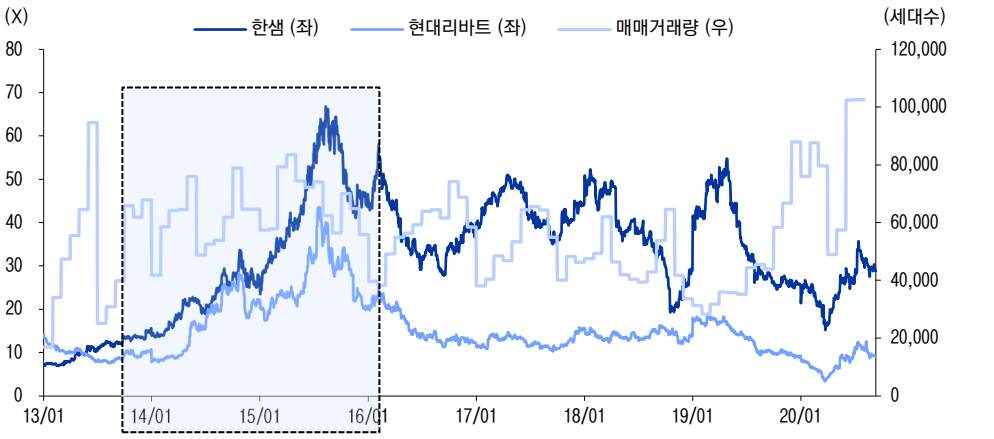
한샘은 B2C가 70%, 현대리바트는 B2B가 70%인 기업이나 가구 시장의 공격적인 성장에 따라서 두 기업 모두 매출액 성장과 멀티플의 슈팅을 기록했다. B2C 비중이 더 높은 한샘이 리바트보다 당연히 높은 멀티플을 받았으나, 현대리바트 역시 착공 물량 확대에 따른 수혜로 멀티플을 40X까지 받았다. 개인의 기업형 가구 수요 증가뿐만 아니라 아파트 매매거래량 호조 지속으로 높은 멀티플과 고성장이 기대되었던 시기이다.

그림29 한샘, 현대리바트 분기별 매출액 성장률 추이 및 아파트 매매거래량 (가구의 성장)



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (가구의 성장)

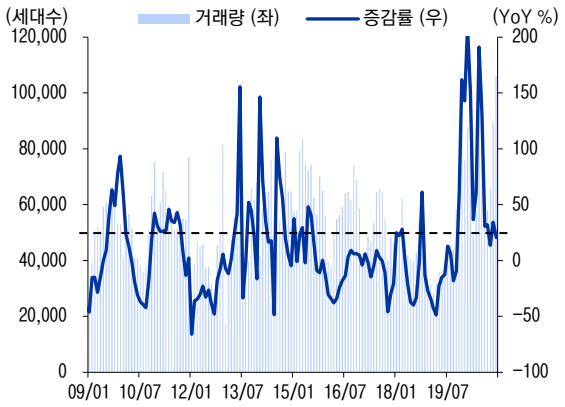


자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

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. 살 사람은 다 샀던 아파트 매매는 12월에도 10만세대가 거래되었다.

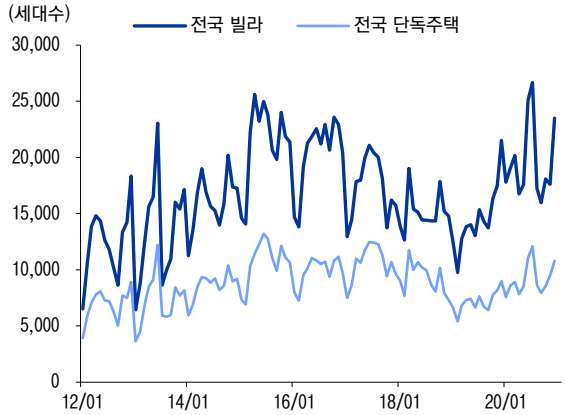
실수요가 집을 샀다는 근거는 비인기 자산인 빌라, 단독주택, 오피스텔까지 거래량이 폭증했다는 점이다. 환금성이 떨어지는 빌라, 감가상각으로 가격 상승폭이 아파트보다 상대적으로 적은 오피스텔까지 매수세가 유입되면서 전국적으로 유례없는 부동산 매수가 나타나고 있다. 이는 임대차3법 이후 월세 전환의 가속화가 두려운 임차인이 매수를 하거나, 주택 보유자가 기존 주택을 처분하고 상급지로의 매수를 시도한 결과로 판단한다. 사람들의 구축 아파트 매매는 결국 리모델링 수요로 이어지기 때문에, 인테리어 업체들의 B2C를 필두로 한 실적 호조가 지속이 될 수밖에 없는 업황이다.

그림31 아파트 매매거래량 추이: 장기 월 평균 5만세대



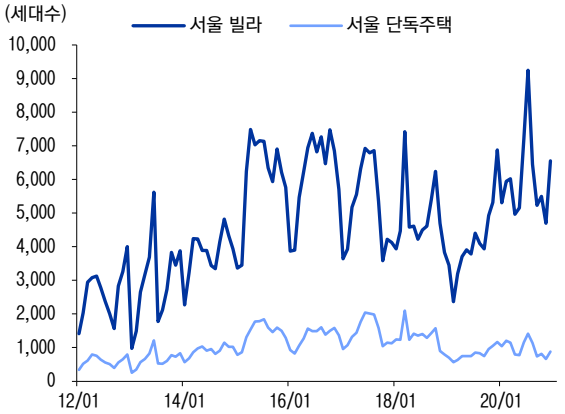
자료: 한국감정원, 이베스트투자증권

그림32 전국 빌라, 단독주택 거래량 추이



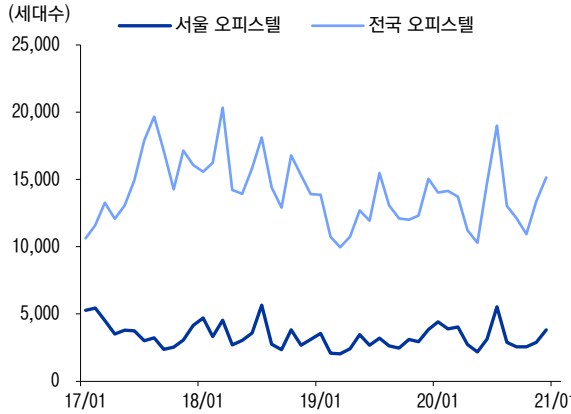
자료: 한국감정원, 이베스트투자증권
주: 빌라는 연립, 다세대, 다가구 합산 기준

그림33 서울 빌라, 단독주택 거래량 추이



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권

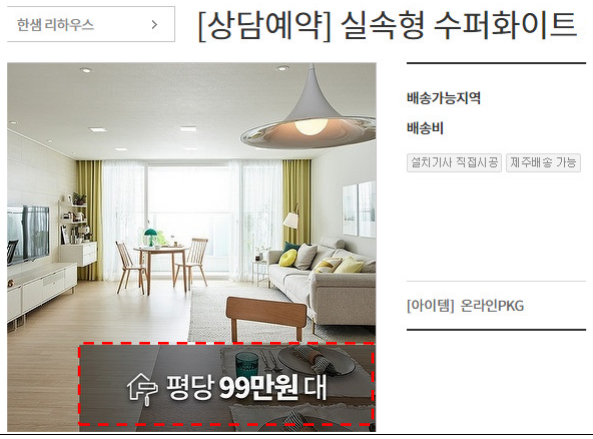
그림34 오피스텔 매매거래량 추이



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권

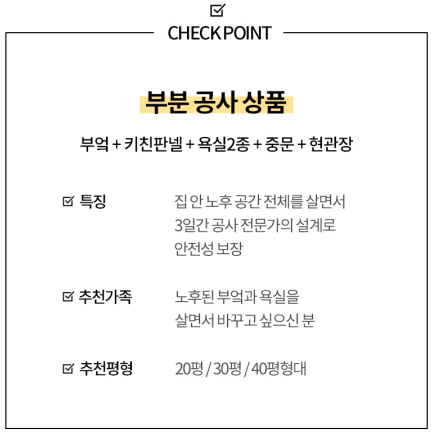
더불어 최근 몇 년간 집꾸미기에 대한 사람들의 인식이 과거와 사뭇 달라진 것을 알 수 있다. 여러 인테리어 플랫폼의 등장 뿐만 아니라, 구축 아파트를 매매했을 경우 적은 돈을 들여서라도 반드시 리모델링을 하고싶은 욕구는 한샘의 저가 리모델링 포트폴리오인 수퍼화이트로 대변된다. 수퍼화이트는 평당 99만원이라는 파격적인 리모델링 가격을 제시하며 가성비 집꾸미기 수요를 흡수하고 있다. 꼭 이사를 가지 않더라도 부분 리모델링을 원하는 가구도 확대되고 있다. 더욱이, 자가가 아니라면 수리를 하지 않던 과거와는 달리 임차인이 스스로 임차 기간 동안 깨끗하게 살고 싶은 욕구로 욕실, 부엌 등을 부분 리모델링 하는 사례 역시 증가하고 있다. 이러한 최근 몇 년 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.

그림35 한샘 저가 리모델링 포트폴리오



자료: 한샘, 이베스트투자증권

그림36 한샘 거주 리모델링 (부분공사) 상품



자료: 한샘, 이베스트투자증권

그림37 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

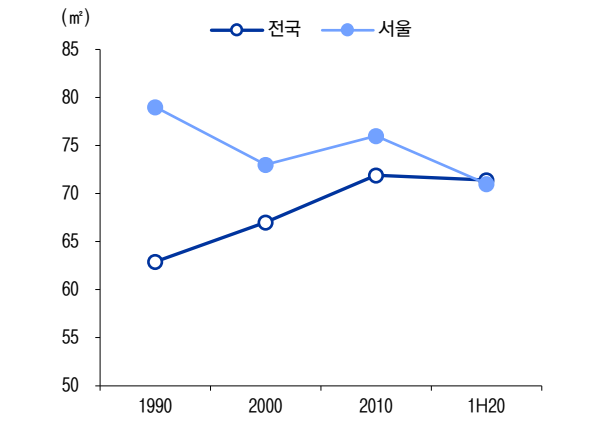
그림38 세입자의 욕실, 부엌 부분 리모델링도 증가

자료: 하우스텝, 서울경제, 이베스트투자증권

홈퍼니싱, 인테리어 시장의 패러다임 시프트가 나타난 이유는 궁극적으로 주거 환경이 악화되었기 때문일 것으로 보인다. 우리 나라는 일본과 비슷하게 1, 2인 가구의 비중이 증가하고, 15~25년된 공동 주택의 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. 집은 좁아지고, 점차 낡아지는데 사람들의 소득 수준은 과거보다 증가했기 때문이다.

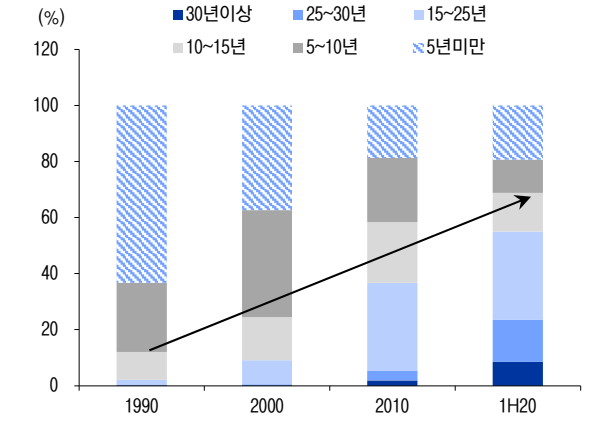
노후화된 주택의 증가와 주택 면적의 축소는 주거의 질과 직관된다. 결국 1~2인 가구의 증가로 인해 소형 주택의 실수요가 늘어나면서 과거 대비 나빠진 주거 환경을 개선하려는 움직임들이 많아지고 있다. 과거에는 4인 가족이 전세/월세집은 꾸미지 않고 살다가, 실수요로 학군 좋은 집으로 매매하여 이사하고 나면 비싼 가구를 들여 집을 꾸몄다. 이제는 1~2인 가구가 작은 공간에서도 깨끗한 집, 예쁜 집, 나만의 개성이 반영된 집을 합리적인 가격에 꾸미고자 하는 욕구가 높아졌다는 뜻이다. 이는 마치 가성비를 중시하는 미국의 밀레니얼의 소비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

그림39 우리 나라 세대당 주거 면적



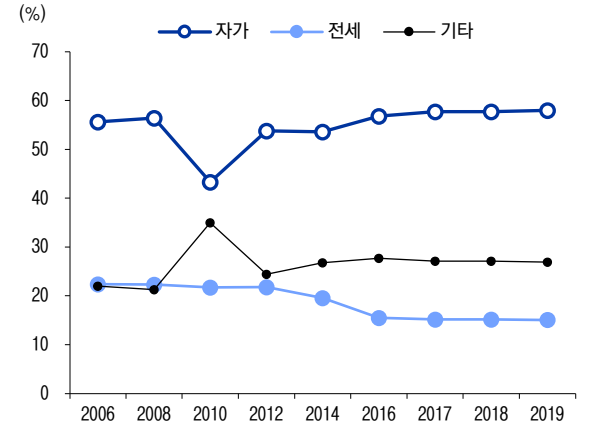
자료: 부동산지인, 이베스트투자증권

그림40 연한에 따른 공동주택 세대 비율



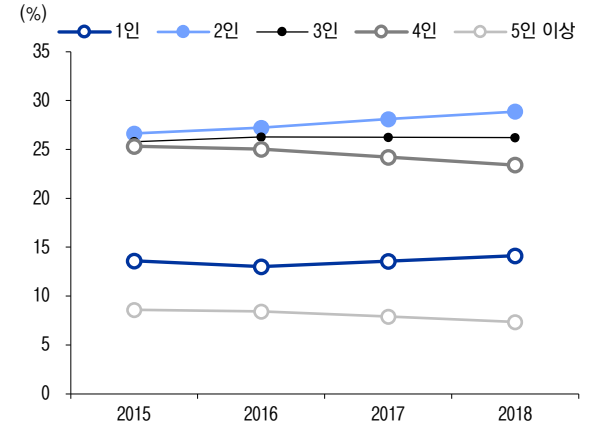
자료: 부동산지인, 이베스트투자증권

그림41 주택 소유 구분별 비중 추이



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

그림42 가구수 별 세대 구성 추이



자료: 통계청 주택총조사, 이베스트투자증권
주: 주택과 아파트의 합

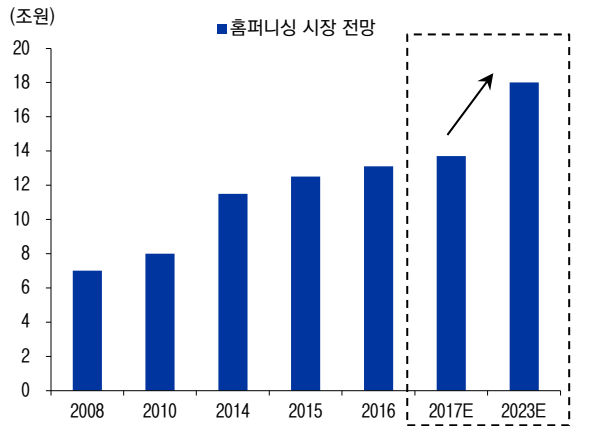
이미 건설/건자재 업체들은 이러한 집꾸미기 수요 확대에 따른 리모델링 시장 표준화 니즈에 부응하기 위한 다양한 전략을 출범시켰다. 건자재 업체인 케이씨씨글라스의 경우 '홈씨씨인테리어'를 론칭하고, 가구 업체인 에넥스, 체리쉬와 파트너십을 체결하여 B2C 리모델링 시장에 진출하였으며 LG하우시스의 경우도 '지인' 제휴점 확정 및 홈쇼핑 진출을 통해 B2C 시장 저변을 넓혀가고 있다. 이건창호의 '이건하우스', 유진기업의 '홈데이 원' 등 다양한 건자재 기업들은 B2C 시장의 표준화를 위한 직영 리모델링/인테리어 매장 설립을 앞다투어 해나가고 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.

표3 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)
	대림B&Co	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	윌리엄스소노마 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

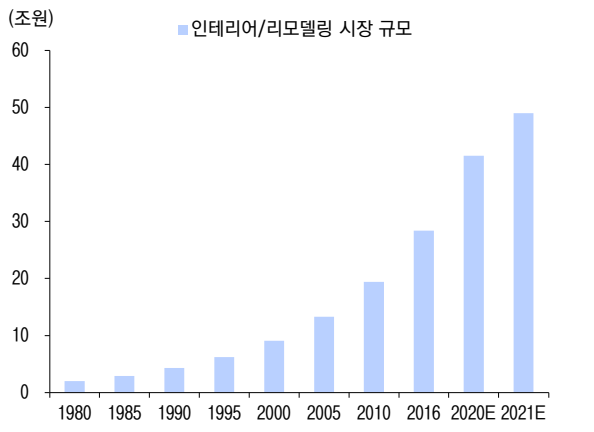
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 홈퍼니싱 시장 규모: 표준화, 기업화되며 성장



자료: 통계청, 이베스트투자증권

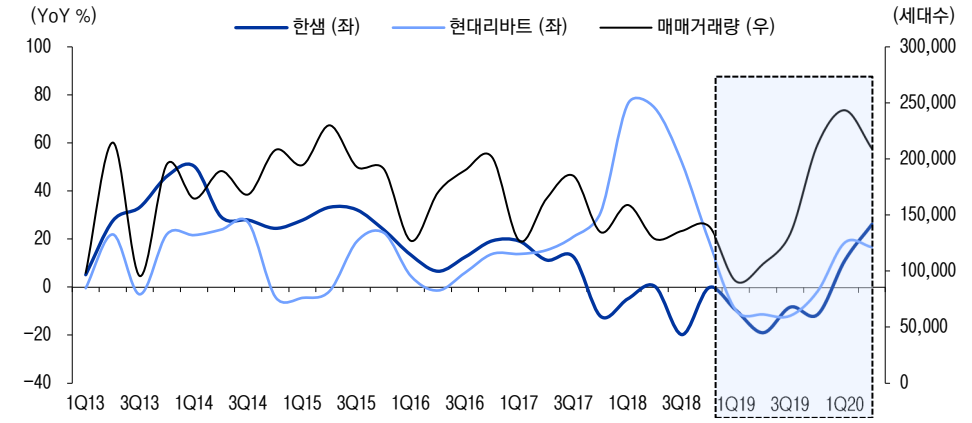
그림52 리모델링/인테리어 시장 규모



자료: 한국건설산업연구원, 이베스트투자증권

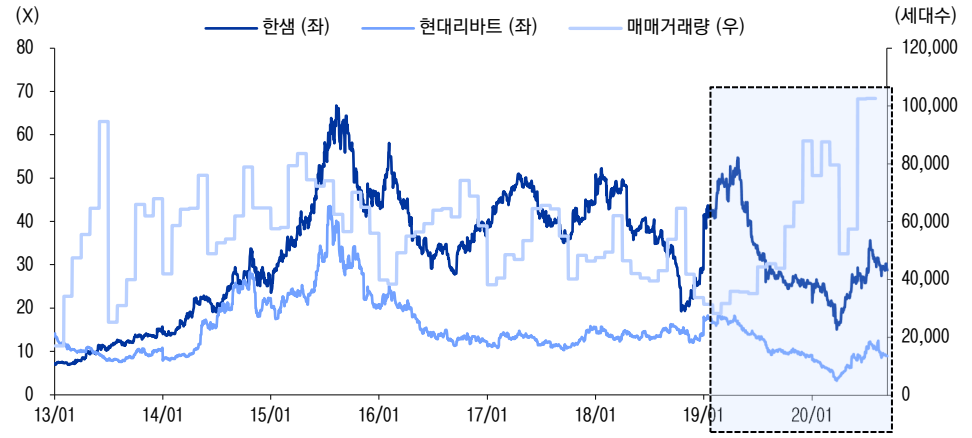
결론적으로는 한샘, 현대리바트와 같은 인테리어/리모델링 주력 종목들은 2014년 부동산 랠리 당시에는 1) 가구 시장의 표준화, 2) 이사 수요 확대, 3) 착공 물량 증가에 따른 업황 및 업태의 전환이 동시에 나타나면서 멀티플 프리미엄이 나타났었다면, 이제 다시금 그러한 사이클을 만날 시기가 도래한 것이 아닌가 하는 판단이다. 지금의 인테리어 시장은 1) 리모델링 시장의 표준화, 2) 실수요자의 매매 수요 확대, 3) 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리 때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고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

그림53 한샘, 현대리바트 분기별 매출액 성장률 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



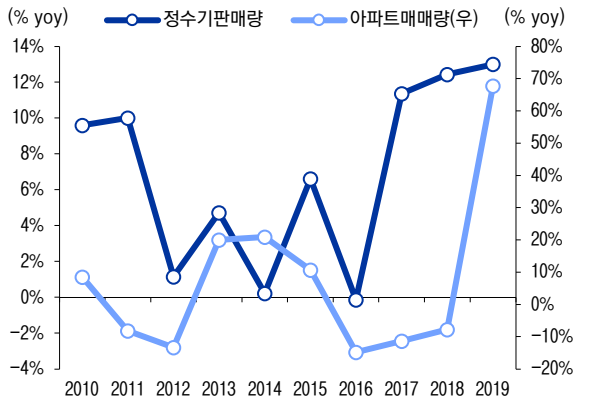
자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



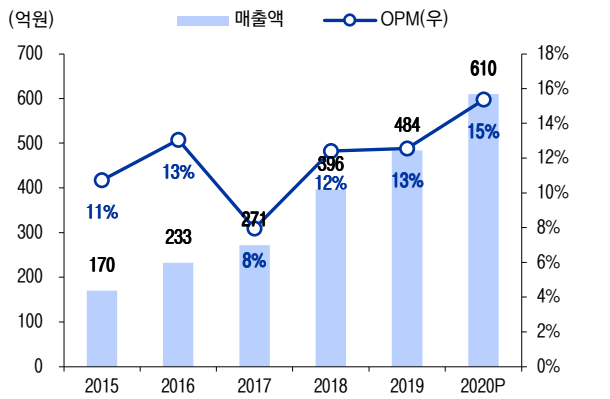
자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 우리나라 정수기판매량과 아파트매매 추이



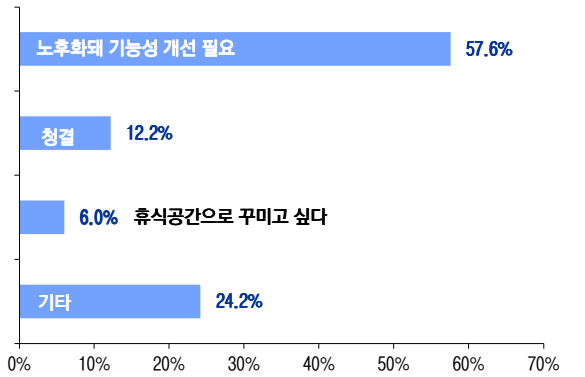
자료: 환경부, 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 한독크린텍 매출액과 영업이익률 추이



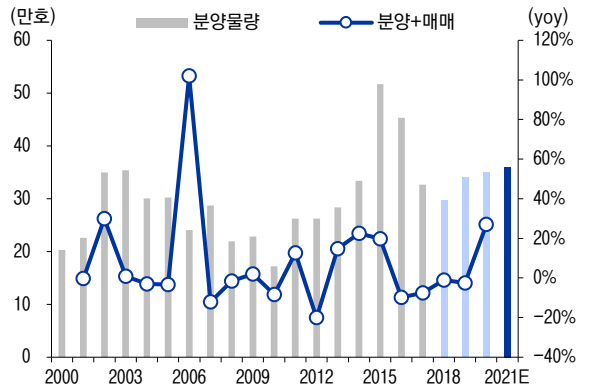
자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 소비자의 욕실 리모델링 이유 조사



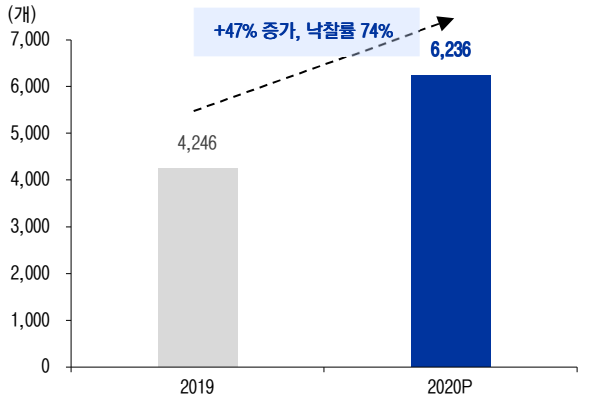
자료: 주택저널, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 전국 분양물량 전망과 대림 B&Co 매출액 추이



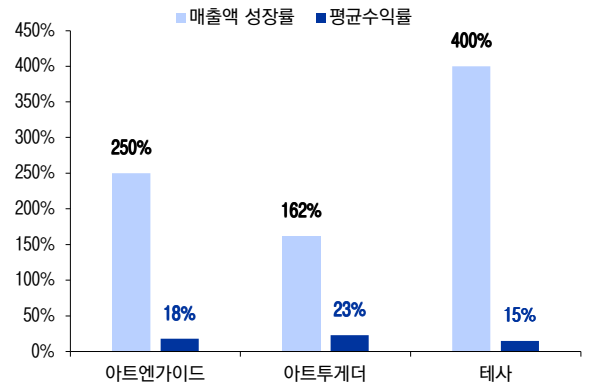
자료: 대림B&Co, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 서울옥션 200만원 이하 미술품 온라인 경매 낙찰점 수



자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 국내 주요 미술품 공동구매 플랫폼 실적 (2018년 기준)



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

임대주택과 3 기 신도시

정부의 적극적 의지가 반영된 사업, 신도시와 임대주택

LH에 따르면 지난해 12월 하남교산, 인천계양 3기 신도시의 보상 협의가 진행중에 있다고 합니다. 남양주 왕숙지구와 과천, 고양창릉, 부천대장 등 잔여 지구 역시 3월 순차적으로 토지 보상이 시행될 것으로 보입니다. 올해 하반기부터 3기 신도시에서 도입하기로 한 사전청약제까지 예정대로 시행하게 되면, 공급 속도는 더욱 빨라질 수 있을 것으로 기대됩니다.

또한 정부는 공공임대 확대를 통한 서민 주거 안정 확대를 꾀하고 있습니다. 공공임대주택은 국가가 주인이 되어 특정 계층을 포함한 일정 수준 이하의 소득을 가진 주민 또는 취약 계층에게 장기, 저리의 임대를 통해 주거 안정을 꾀하는 정책입니다. 최근에는 민간임대주택을 지을 경우 용적률 인센티브도 부여하고 있어, 정부 주도뿐만 아니라 민간 역시 임대주택 공급이 높아질 수 있을 것으로 기대됩니다.

이러한 정책 기조에 힘입어, 공공 부문에 특화된 건설사의 수주 저변은 더욱 확대될 것으로 기대합니다.

공공 주도 정책의 큰 틀, 공공임대와 신도시

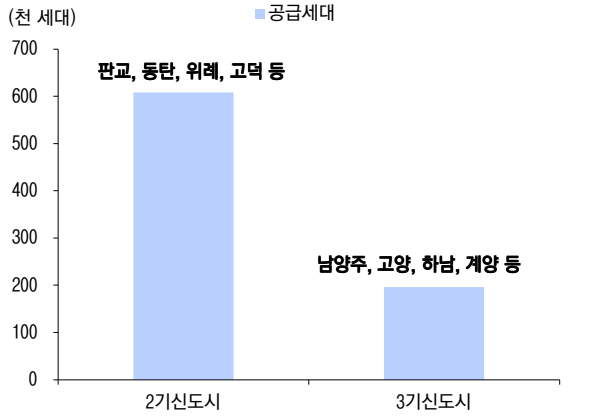
정부가 가리키는 방향성: 공공임대 확대 + 3기신도시 조기 공급

정부는 3기 신도시 공급 확대를 위한 박차를 가하고 있다. 3기 신도시는 남양주 왕숙지구, 하남 교산지구, 과천 과천지구, 계양 테크노밸리 등으로 선정 되었다. 물론 2기 신도시인 판교, 동탄, 위례 등에서 60만여세대가 공급되었던데 비해서는 3기 신도시는 전체 물량이 20만세대로 공급 세대수가 비교적 적은 편이긴 하다. 그러나 일부 현장은 기존 2기 신도시에 비해 서울시와 입지적으로 가까운 사이트이기 때문에 사업성, 분양성이 상당이 높을 것으로 기대된다. 이를 위해서는 경기광역철도 (GTX)의 사업 추진 역시 동반되어야한다.

그림61 3기신도시 위치: 남양주, 하남, 과천, 인천 계양

자료: 뉴시스 발췌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 2, 3기 신도시 공급 세대 수 비교

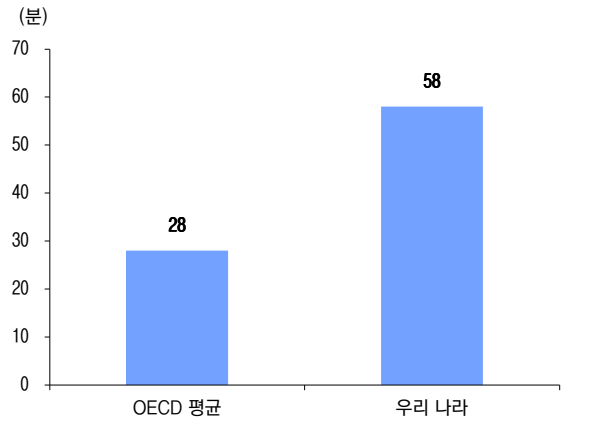


자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3기 신도시는 지구지정 완료된 세대수 기준이며, 총 계획은 30만세대임

그림63 GTX A~D 노선도 개요

자료: 건설경제신문 발췌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 OECD 대비 우리 나라 평균 출퇴근 시간



자료: OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

3기 신도시 조성 작업은 계획대로 추진중에 있다. LH에 따르면 지난해 12월 하남교산, 인천계양 신도시의 보상 협의를 진행중에 있는 것으로 파악된다. 2월 초까지 보상 대상 토지의 진행률은 하남 교산지구 43%, 인천 계양지구 35% 수준으로 밝혀졌다. 남양주 왕숙지구와 과천, 고양창릉, 부천대장 등 잔여 지구 역시 3월 순차적으로 토지 보상이 시행될 것으로 보인다.

이에 더해져 올해 하반기부터 3기 신도시에서 도입하기로 한 '사전청약제'까지 예정대로 시행하게 되면, 공급 속도는 더욱 빨라질 수 있을 것으로 기대된다. 올해 계획되어 있는 사전 청약 물량은 인천 계양 1,100세대, 남양주 왕숙 2지구 1,500세대, 남양주 왕숙지구 2,400세대, 부천 대장 2,000세대, 고양 창릉 1,600세대, 하남 교산 1,100세대 등 총 9,700세대 수준이다.

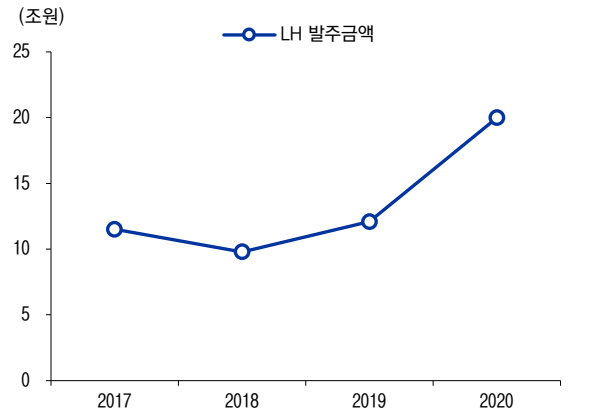
국내 건설 공공 수주 역시 2020년 사상 최대 수준인 52조원을 기록하면서 공공 건설 발주 확대를 기대하게 한다. 이에 따라 LH향 발주 물량 역시 2020년 20조원까지 상승하면서 발주 물량을 확대하고 있다. 국가 주도 공급 사업인 3기 신도시의 순차적 착공에 따라 향후 공공 발주에 강한 일부 중견 건설사들의 먹거리 확대 역시 기대된다.

표4 3기신도시 사전청약물량 스케줄

(단위: 천세대)	입지 및 청약물량
21년 7~8월	인천계양 (1.1)
21년 9~10월	남양주왕숙2 (1.5)
21년 11~12월	남양주왕숙 (2.4), 부천대장 (2.0), 고양창릉 (1.6), 하남교산 (1.1)
22년 중	남양주왕숙 (4.0), 인천계양 (1.5), 고양창릉 (2.5), 부천대장 (1.0), 남양주왕숙2 (1.0), 하남교산 (2.5)

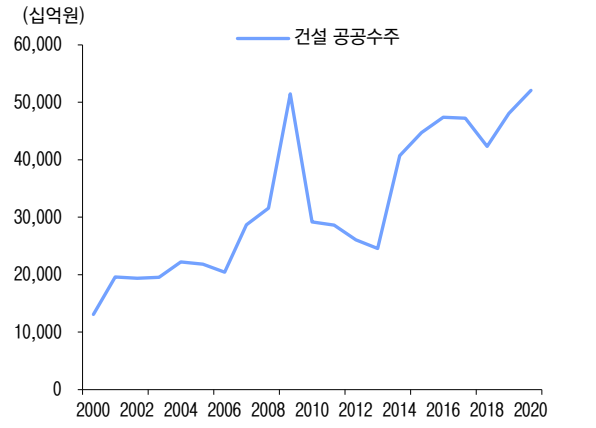
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 연도별 LH 발주 금액 추이



자료: LH, 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 국내 건설 공공수주 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

또한 정부는 공공임대 확대를 통한 서민 주거 안정 확대를 꾀하고 있다. 공공임대주택은 국가가 주인이 되어 특정 계층을 포함한 일정 수준 이하의 소득을 가진 주민 또는 취약 계층에게 장기, 저리의 임대를 통해 주거 안정을 꾀하는 정책이다. 우리 나라 전체 임대주택 시장에서 민간이 차지하는 비중은 50~60% 수준으로, 대표적으로 비상장 건설사인 부영이 민간임대주택 시장을 주도하고 있다. 최근에는 민간임대주택을 지을 경우 용적률 인센티브도 부여하고 있어, 정부 주도 뿐만 아니라 민간 역시 임대주택 공급이 다소 높아질 수 있을 것으로 기대된다.

표5 연도별 임대주택 공급 (입주) 실적

(단위: 세대수)	2015	2016	2017	2018	2019
총계	313,773	280,548	364,264	514,045	405,377
영구임대	1,353	2,499	5,399	7,561	5,710
장기전세	0	685	1,755	31	6
국민임대	19,408	4,451	19,315	41,701	13,625
민간	*0*	*161,183*	*226,241*	*334,685*	*265,006*
행복주택	37,999	38,231	28,231	30,199	31,017
공공	71,320	21,168	27,984	26,241	14,031
전세임대	0	0	0	59,086	46,778
기존주택매입임대	0	9,656	11,914	14,541	29,204

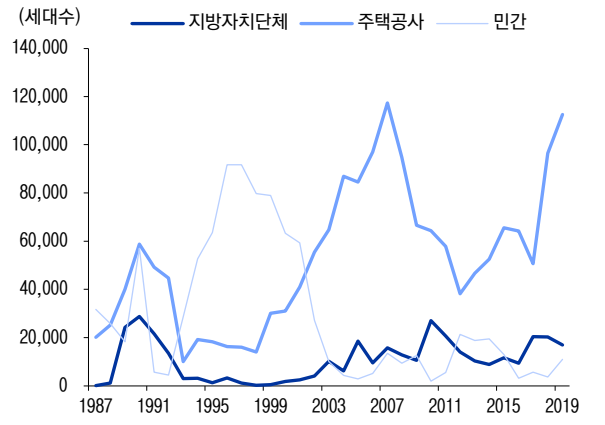
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 우리나라 공공 임대 종류별 구분

구분	영구임대	국민임대	장기전세	공공임대	행복주택
임대기간	영구 또는 50년	30년	20년	5년 또는 10년	30년
공급조건	보증금+임대료 시세 30% 수준	보증금+임대료 시세 60~80% 수준	전세금 시세 80% 수준	보증금+임대료 시세 90% 수준	보증금+임대료 시세 60~80% 수준
공급규모	40㎡ 이하	85㎡ 이하, 통상 60㎡이하	85㎡ 이하, 통상 60㎡이하	85㎡ 이하	45㎡ 이하
공급대상	생계급여 또는 의료급여 등 소득 1분위	무주택세대 소득 2~4분위	무주택세대 소득 3~4분위	무주택세대 소득 3~5분위	무주택세대 소득 2~5분위

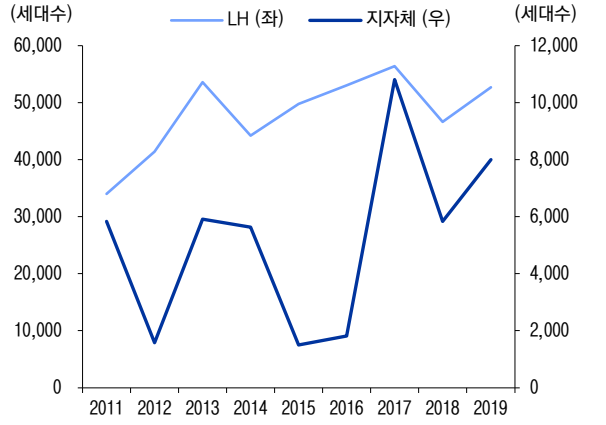
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 우리 나라 임대주택 건설 실적



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 다가구, 미분양 매입분을 포함한 사업계획 승인 기준

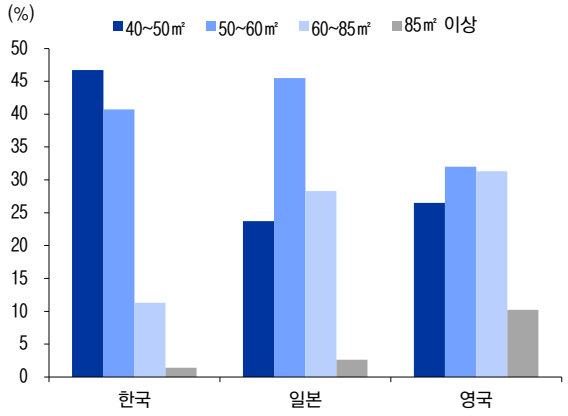
그림68 LH, 지자체의 임대주택 착공 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 임대주택은 국민임대+공공임대

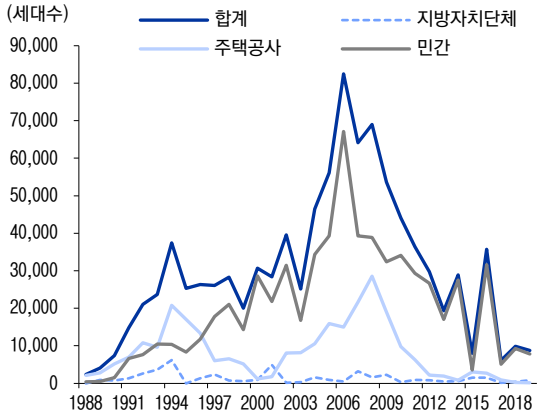
다만 아쉬운 것은 우리 나라 사람들의 주거용 부동산을 소유하고자 하는 인식이 꾸준히 커지고 있는 상황에서, 공공임대주택 평형이 지나치게 1인가구, 소형평수에 편중되어 있고 임대에서 분양으로의 전환 역시 어렵다는 점이다. 사실상 1인가구의 수요를 대변하는 원룸형 오피스텔의 경우 이미 공급 초과 상태이며, 아파트 실거주에 밀려난 가족 단위의 임차인을 포용하기 위해서는 공급 평수의 확대가 필요하지 않을까 하는 판단이다. 더불어 단순 장기 임대가 아니라 분양 전환형 임대주택 (보통 민간의 경우 8년 임대 후 분양 전환)의 보다 적극적인 공급 확대가 있다면, 매매를 통해 좀 더 나은 주거 안정을 꾀할 수 있지 않을까 하는 판단이다.

그림69 국가별 공공임대주택 평형 비중 추이



자료: 국회입법조사처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 임대주택 분양전환 실적



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

한샘 (009240)	33
하츠 (066130)	38
현대리바트 (079430)	49
LG 하우시스 (108670)	52
에넥스 (011090)	55
금호산업 (002990)	58
한독크린텍 (256150)	61
대림 B&Co (005750)	71
서울옥션 (063170)	77

Universe

종목명	투자판단	목표주가
한샘	Buy(유지)	150,000 원(유지)
하츠	Not Rated	Not Rated
현대리바트	Not Rated	Not Rated
LG 하우시스	Not Rated	Not Rated
에넥스	Not Rated	Not Rated
금호산업	Buy(상향)	11,000 원(상향)
한독크린텍	Buy(신규)	40,000 원(신규)
대림 B&Co	Not Rated	Not Rated
서울옥션	Not Rated	Not Rated

한샘 (009240)

2021. 2. 23 | 건설/건자재

구조적 성장성이란 이런 것!

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

Buy (maintain)

목표주가 150,000 원
현재주가 99,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

2021년에도 멈추지 않는 집꾸미기, 인테리어 대장주를 다시 봐야하는 때

한샘은 1) 핵심 사업부문인 리모델링/부엌 부문 성장의 바로미터인 아파트 매매 거래량이 연말에 꺾이지 않고 되려 증가 추세가 지속되고, 2) 코로나19로 인해 한샘몰을 필두로 한 온라인 인테리어/가구 부문의 폭발적인 성장이 나타나면서 비수기인 3분기 실적 호조로 인한 4분기 성장성 둔화 우려에도 불구, 4Q20 매출액은 5,520억원으로 전년동기대비 27.0% 증가, 영업이익은 295억원으로 전년동기대비 36.0% 증가, 컨센서스 영업이익 260억원 대비 13.5% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다.

코로나19로 인해 한샘몰을 필두로 한 인테리어 가구 부문의 폭발적인 턴어라운드 역시 주목할만한 부분이다. 미국 Home Depot, 일본의 Nitori 등 대표 인테리어 종목들 역시 주거에 머무르는 시간 확대로 인한 실적 및 주가 호조를 모두 누리고 있다. 우리나라 역시 월 가구 소매판매액이 코로나19 이후로 크게 증가했으며, 개인의 집꾸미기에 대한 관심 증대로 향후 인테리어 가구의 매출 성장세 역시 지속될 것으로 보인다.

리모델링 표준화와 Capa의 확보, 추가되는 성장성

한샘이 과거 PER이 60X까지 치솟았던 이유는 영세 사업자가 많은 비브랜드 가구 시장에서 이케아와 함께 산업의 표준화, 기업화를 만들면서였다. 한샘은 당시의 주가 퍼포먼스를 기대할 요건을 모두 갖춘 것으로 보인다. 1) 리모델링 시장에서 리하우스를 통한 '표준화'로 구조적 성장, 2) 주거용 부동산 매매거래량 확대 지속으로 우호적인 업황, 3) 코로나19로 인해 달라진 가구에 대한 소비 패턴 등이 그것이다.

한샘의 2020년 대외적인 영업 환경이 물론 좋았지만, 리모델링에 비해 다소 부진했던 가구 부문을 테마별로 분류하고, 타업체 제품들을 한샘몰에 입점하여 판매하는 온라인 패키징 전략이 업황과 맞아 떨어지며 성과를 만들었다고 보여진다. 서비스원 시공 인력 Capa의 경우 신규 인력이 이르면 3월부터 투입될 것으로 보이고, 상반기 중 매장 확대 계획 (리하우스 27개 → 32개, KB대리점 17개 → 22개, 가구 표준매장 13개 → 18개)이 있기 때문에 2021년 역시 고성장세가 지속될 것으로 보인다. 2020년이 기저효과와 업황으로 인해 성장성이 높아지는 시기였다면, 2021년은 매장 확대와 캐파 확보라는 펀더멘탈 요인으로 인해 성장성이 도모되는 시기라는 판단이다.

Stock Data

KOSPI (2/22)		3,079.75 pt
시가총액		23,346 억원
발행주식수		23,534 천주
52 주 최고가 / 최저가		118,500 / 46,850 원
90 일 일평균거래대금		105.6 억원
외국인 지분율		23.1%
배당수익률(20.12E)		1.3%
BPS(20.12E)		35,821 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.3%
	6 개월	-33.4%
	12 개월	7.2%
주주구성	조창걸 (외 23 인)	30.2%
	자사주 (외 1 인)	26.7%
	Teton Capital Partners LP (외 1 인)	8.6%

Stock Price

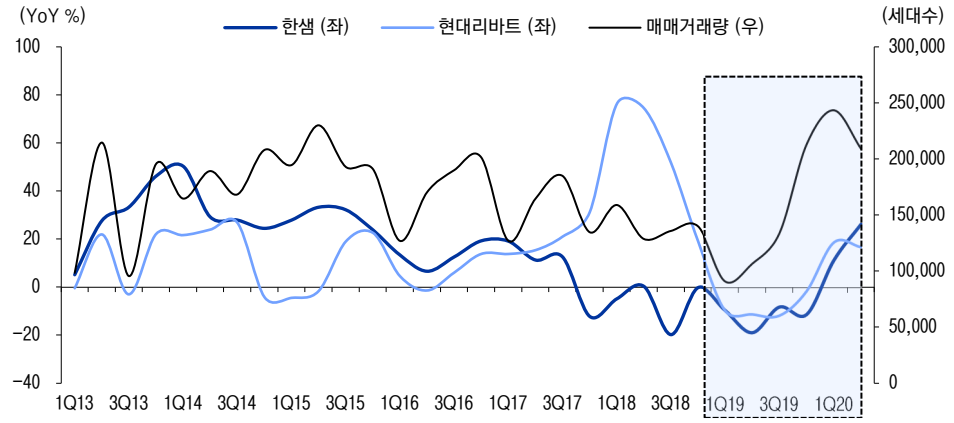
Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,698	56	74	43	1,815	-52.5	116	34.3	10.1	2.5	7.3
2020P	2,051	89	106	76	3,208	76.7	177	36.9	14.7	3.3	12.2
2021E	2,155	107	125	93	3,936	22.7	177	30.1	14.2	3.0	13.8
2022E	2,373	129	147	109	4,628	17.6	185	25.6	13.1	2.7	14.7
2023E	2,629	156	174	128	5,458	17.9	202	21.7	11.6	2.4	15.4

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

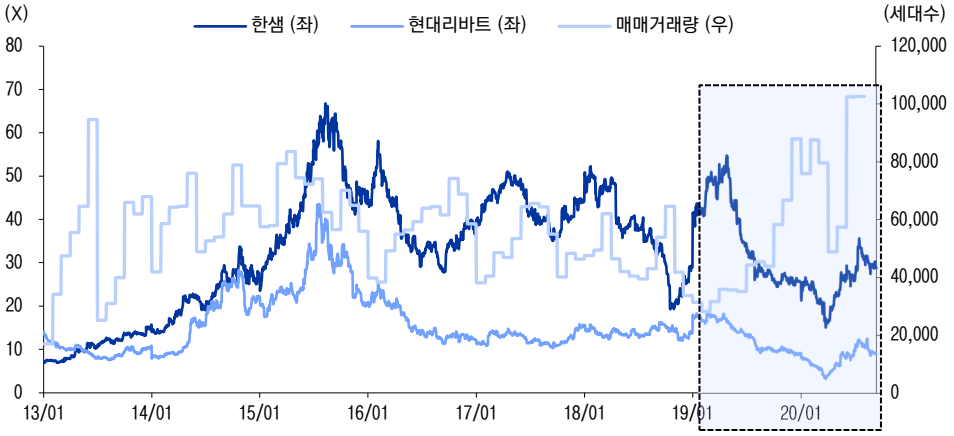
한샘, 현대리바트와 같은 인테리어/리모델링 주력 종목들은 2014년 부동산 랠리 당시에는 1) 가구 시장의 표준화, 2) 이사 수요 확대, 3) 착공 물량 증가에 따른 업황 및 업태의 전환이 동시에 나타나면서 멀티플 프리미엄이 나타났었다면, 이제 다시금 그러한 사이클을 만날 시기가 도래한 것이 아닌가 하는 판단이다. 지금의 인테리어 시장은 1) 리모델링 시장의 표준화, 2) 실수요자의 매매 수요 확대, 3) 집꾸미기 수요 증가에 따른 홈데코 시장의 성장으로 인해 과거 랠리 때와 마찬가지로 업황의 호조 및 업태의 변화를 마주하고 있다.

그림71 한샘, 현대리바트 분기별 매출액 성장률 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



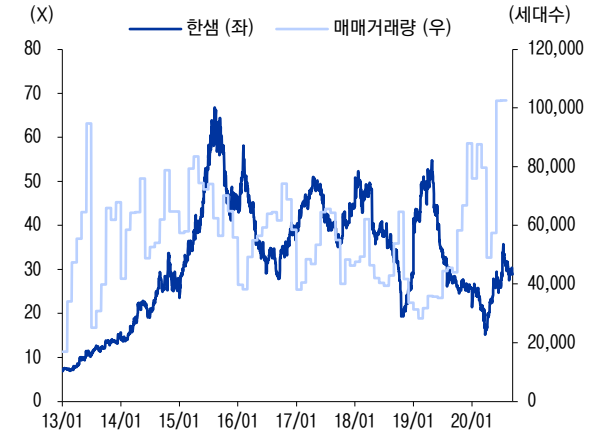
자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 한샘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2020P	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	2,067	2,352	2,656	493	519	504	552	551	581	582	637
I. B2C	1,429	1,699	1,939	320	347	357	405	379	416	427	478
I-1. 인테리어 가구	634	754	877	144	156	158	176	170	186	189	209
대리점	197	220	243	39	41	43	47	58	63	48	52
직매장	200	226	262	52	55	57	62	44	47	64	72
온라인	237	307	373	53	59	58	67	68	76	78	86
I-2. 리모델링/부엌	796	946	1,062	176	191	200	229	209	230	238	269
리하우스	568	711	818	125	136	143	165	155	172	180	204
KB대리점	228	235	244	50	56	57	65	54	58	58	64
II. B2B	420	427	462	118	109	96	97	120	111	97	99
III. 기타	218	226	255	54	63	50	50	52	55	58	61
Sales Growth (YoY %)	*21.7*	*13.8*	*12.9*	*11.3*	*26.3*	*22.7*	*27.0*	*11.9*	*12.0*	*15.6*	*15.4*
I. B2C	*21.7*	*18.9*	*14.1*	*3.5*	*19.9*	*31.7*	*39.0*	*18.3*	*19.8*	*19.5*	*18.0*
I-1. 인테리어 가구	*20.0*	*18.9*	*16.4*	*-8.2*	*21.1*	*32.0*	*41.8*	*17.8*	*19.2*	*19.8*	*18.9*
대리점	*9.8*	*11.9*	*10.1*	*-15.5*	*12.8*	*19.3*	*30.1*	*10.8*	*14.0*	*11.4*	*11.1*
직매장	*11.5*	*13.3*	*15.8*	*-13.8*	*14.6*	*15.4*	*38.1*	*12.1*	*13.5*	*12.2*	*14.9*
온라인	*39.5*	*29.5*	*21.3*	*5.4*	*35.0*	*68.9*	*61.4*	*28.9*	*28.0*	*33.4*	*28.0*
I-2. 리모델링/부엌	*23.1*	*18.8*	*12.3*	*15.5*	*18.9*	*31.5*	*37.0*	*18.6*	*20.4*	*19.2*	*17.3*
리하우스	*33.3*	*25.1*	*15.2*	*29.7*	*29.0*	*41.4*	*33.0*	*23.3*	*26.7*	*26.1*	*24.3*
KB대리점	*3.4*	*3.2*	*3.6*	*-9.2*	*-0.2*	*12.0*	*11.4*	*7.1*	*4.9*	*2.1*	*-0.3*
II. B2B 및 기타	*-5.1*	*1.6*	*8.2*	*2.6*	*2.6*	*-15.4*	*-2.5*	*1.8*	*1.7*	*1.4*	*1.6*
비중 (%)											
I. B2C	*77.3*	*79.9*	*80.8*	*73.0*	*76.1*	*78.8*	*80.6*	*75.9*	*79.0*	*81.4*	*82.9*
I-1. 인테리어 가구	*44.3*	*44.3*	*45.2*	*45.1*	*44.9*	*44.1*	*43.4*	*44.9*	*44.7*	*44.2*	*43.7*
대리점	*31.1*	*29.2*	*27.6*	*36.2*	*35.4*	*27.1*	*26.6*	*34.1*	*33.8*	*25.2*	*24.8*
직매장	*31.5*	*30.0*	*29.8*	*27.1*	*26.5*	*36.0*	*35.4*	*25.8*	*25.3*	*33.8*	*34.3*
온라인	*37.4*	*40.8*	*42.5*	*36.6*	*38.1*	*36.9*	*38.0*	*40.1*	*40.9*	*41.1*	*40.9*
I-2. 리모델링/부엌	*55.7*	*55.7*	*54.8*	*54.9*	*55.1*	*55.9*	*56.6*	*55.1*	*55.3*	*55.8*	*56.3*
리하우스	*71.4*	*75.1*	*77.1*	*71.3*	*70.9*	*71.4*	*71.8*	*74.1*	*74.6*	*75.5*	*76.0*
KB대리점	*28.6*	*24.9*	*22.9*	*28.7*	*29.1*	*28.6*	*28.2*	*25.9*	*25.4*	*24.5*	*24.0*
II. B2B 및 기타	*22.7*	*20.1*	*19.2*	*27.0*	*23.9*	*21.2*	*19.4*	*24.1*	*21.0*	*18.6*	*17.1*
영업이익	93	112	133	17	23	24	29	24	26	29	33
(YoY %)	*66.7*	*20.4*	*18.4*	*-7.5*	*168.1*	*232.5*	*36.0*	*37.5*	*14.6*	*24.1*	*11.8*
(QoQ %)				*-20.8*	*32.1*	*4.8*	*24.1*	*-20.0*	*10.1*	*13.5*	*11.8*
OPM (%)	*5.0*	*5.3*	*5.5*	*3.5*	*4.4*	*4.7*	*5.3*	*4.3*	*4.5*	*5.1*	*5.2*
세전이익	96	118	138	18	21	27	30	25	27	31	34
세전이익률 (%)	*4.6*	*5.0*	*5.2*	*3.6*	*4.1*	*5.3*	*5.4*	*4.5*	*4.7*	*5.3*	*5.4*
순이익	68	87	102	12	15	19	21	17	20	23	27
(YoY %)	*58.1*	*29.1*	*17.5*	*3.4*	*224.6*	*352.3*	*-5.0*	*45.4*	*31.4*	*19.9*	*26.6*
(QoQ %)				*-46.2*	*25.9*	*29.0*	*8.8*	*-17.7*	*13.8*	*17.7*	*15.0*
순이익률 (%)	*3.3*	*3.7*	*3.9*	*2.4*	*2.9*	*3.9*	*3.8*	*3.2*	*3.4*	*4.0*	*4.2*

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

그림73 한샘 PER과 매매거래량 추이 (장기시계열)



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 한샘 일간 PER과 분기 매출액성장률 추이 (장기시계열)

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

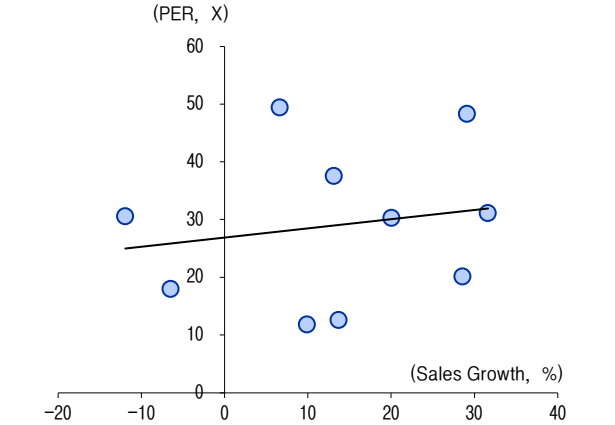
그림75 한샘 PER과 매매거래량 추이 (단기시계열)

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 한샘 일간 PER과 분기 매출액성장률 추이 (단기시계열)

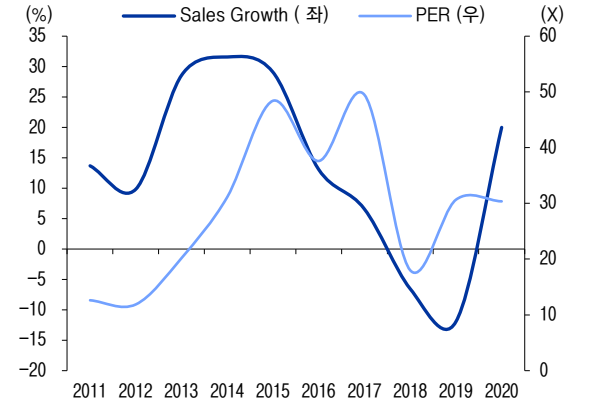
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 한샘 PER~매출액성장률 Matrix



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 한샘 연간 PER과 연간 매출액성장률 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 (009240)

재무상태표

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
유동자산	479	664	834	990	1,136
현금 및 현금성자산	145	190	197	200	187
매출채권 및 기타채권	96	198	290	400	518
재고자산	82	113	180	218	255
기타유동자산	157	162	167	172	176
비유동자산	724	606	545	498	460
관계기업투자등	185	161	150	139	129
유형자산	491	397	347	310	284
무형자산	48	48	48	48	48
자산총계	**1,203**	**1,270**	**1,379**	**1,488**	**1,596**
유동부채	407	455	504	538	557
매입채무 및 기타재무	235	291	332	357	369
단기금융부채	41	44	47	51	54
기타유동부채	132	120	125	130	135
비유동부채	182	184	186	188	190
장기금융부채	19	21	22	24	26
기타비유동부채	163	163	163	164	164
부채총계	**589**	**639**	**690**	**725**	**747**
지배주주지분	593	632	689	762	849
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	694	733	790	863	950
비지배주주지분(연결)	20	0	0	0	0
자본총계	**613**	**632**	**689**	**762**	**849**

손익계산서

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,698**	**2,067**	**2,352**	**2,656**	**2,908**
매출원가	1,225	1,517	1,733	2,006	2,242
매출총이익	**474**	**550**	**619**	**650**	**666**
판매비 및 관리비	418	457	507	517	513
영업이익	**56**	**93**	**112**	**133**	**152**
(EBITDA)	116	182	181	188	198
금융손익	1	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	2	0	0	0	0
기타영업외손익	16	2	5	5	4
세전계속사업이익	**74**	**96**	**118**	**138**	**157**
계속사업법인세비용	32	28	31	36	41
계속사업이익	43	68	87	102	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**43**	**68**	**87**	**102**	**116**
지배주주	43	65	84	99	113
총포괄이익	**48**	**62**	**82**	**97**	**111**
매출총이익률 (%)	27.9	26.6	26.3	24.5	22.9
영업이익률 (%)	3.3	4.5	4.8	5.0	5.2
EBITDA 마진률 (%)	6.8	8.8	7.7	7.1	6.8
당기순이익률 (%)	2.5	3.3	3.7	3.9	4.0
ROA (%)	4.0	5.5	6.6	7.1	7.5
ROE (%)	7.3	11.0	13.2	14.1	14.4
ROIC (%)	4.1	11.5	13.0	13.6	13.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**79**	**77**	**38**	**34**	**18**
당기순이익(손실)	43	68	87	102	116
비현금수익비용가감	61	88	68	55	45
유형자산감가상각비	57	86	66	52	43
무형자산상각비	3	3	3	3	3
기타현금수익비용	1	-1	-1	-1	-1
영업활동 자산부채변동	-24	-78	-118	-123	-143
매출채권 감소(증가)	17	-103	-92	-110	-118
재고자산 감소(증가)	5	-31	-67	-38	-37
매입채무 증가(감소)	6	56	41	25	11
기타자산, 부채변동	-52	0	0	0	0
투자활동 현금	**18**	**21**	**21**	**22**	**22**
유형자산처분(취득)	2	8	8	8	8
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-18	-18	-18	-18	-18
기타투자활동	34	32	32	32	32
재무활동 현금	**-35**	**-53**	**-53**	**-53**	**-53**
차입금의 증가(감소)	19	10	10	10	10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-21	-29	-29	-29	-29
기타재무활동	-33	-33	-33	-33	-33
현금의 증가	**63**	**46**	**7**	**3**	**-13**
기초현금	82	145	190	197	200
기말현금	145	190	197	200	187

주요 투자지표

	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	34.3	41.3	32.0	27.2	24.0
P/B	2.5	3.3	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	10.1	15.0	15.1	14.5	13.9
P/CF	14.1	18.0	17.9	17.8	17.3
배당수익률 (%)	1.9	1.1	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	-11.9	21.7	13.8	12.9	9.5
영업이익	-0.5	66.7	20.4	18.4	15.0
세전이익	-40.3	28.3	23.3	17.5	13.6
당기순이익	-52.5	58.1	29.1	17.5	13.6
EPS	-52.5	58.1	29.1	17.5	13.6
안정성 (%)					
부채비율	96.1	101.1	100.1	95.2	88.0
유동비율	117.5	146.0	165.4	184.2	203.8
순차입금/자기자본(x)	-26.8	-9.9	-8.6	-6.9	-3.5
영업이익/금융비용(x)	6.7	11.1	13.4	15.9	18.2
총차입금 (십억원)	118	128	138	148	158
순차입금 (십억원)	-165	-62	-59	-52	-30
주당지표(원)					
EPS	1,815	2,869	3,704	4,353	4,946
BPS	25,215	35,821	39,096	43,238	48,172
CFPS	4,404	6,596	6,608	6,674	6,852
DPS	1,200	1,250	1,250	1,250	1,250

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

하츠 (066130)

2021. 2. 23 | 건설/건자재

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

당신의 주방 후드도 혹시 하츠입니까?

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 10,750 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

주방 리모델링 시장 확대, M/S 57%의 독점적인 지위

하츠는 가정용 레인지후드, 빌트인기기 (전기/가스쿡탑, 살균기 등)와 같은 주방 가전, 세대 환기세스템을 판매하는 공조 기업으로, 단 한차례를 제외하고는 매출 역성장이 없었던 회사이다. 하츠의 매출액 성장률은 아파트 입주 증가율과 높은 연관관계를 보인다. 주방 후드 및 빌트인기기가 입주 시기에 투입되는 입주마감재이기 때문이다. 그러나 최근 몇 년간 입주량이 감소함에도 불구하고, 하츠의 매출 성장은 쉬지 않았다. 이는 주택 실수요자를 필두로 한 주거용 부동산 매매시장의 폭증과, 이에 따른 리모델링/리폼 수요의 확대에 기인하며, 이러한 흐름은 집꾸미기의 관심도 증대에 따라 추세적으로 지속될 것으로 보인다.

하츠는 레인지후드 시장에서 40% 수준의 M/S를 차지하는 1위 업체였으나, 2020년 2위 업체가 파산하게 되면서 반사효과에 따라 시장 점유율이 50%를 넘어서게 된 것으로 보인다. 현재 2위는 점유율 10% 수준의 SK매직이 차지하고 있으며, 하츠의 M/S는 2020년 3분기 보고서 기준 57%까지 상승하면서 레인지후드 시장의 독점적 지위를 확보, 시장 확대에 따른 매출 성장 수혜를 고스란히 받을 수 있게 되었다.

B2B 입주 사이클도 기대, 밸류에이션 리레이팅 구간

최근 큰 폭으로 증가하는 신규 주택 수요에 따른 민간 주택시장 분양 호조를 고려할 때, 입주 물량의 턴어라운드는 빠르면 2021년 하반기, 본격적으로는 2022년부터 큰 폭으로 증가할 것으로 보인다. 다만, 입주 증가로 인해 실적이 개선되는 시점보다 주가는 2년 선행 지표인 분양을 따라 움직이는 경향이 있다. 이는 분양이 곧 미래 입주, 즉 매출 성장의 바로미터이기 때문에 주가에는 실적 기대감을 선반영하는 결과이다. 시기적으로는 분양이 확대되는 지금이, 입주 마감재를 노려볼 타이밍이라는 판단이다. 뿐만 아니라 토탈 리모델링 1위 업체인 인테리어 대장주 한샘과 유사하게 업계 M/S 1위 업체이자 동시에 1) 실수요자를 필두로 한 주택 매매거래량 확대로 리모델링 수요 증가, 2) 2년뒤 본격적으로 나타날 B2B 입주사이클의 증가, 3) 개인의 인테리어 관심도 증가라는 업황의 호조 + 패러다임의 변화가 함께 만난 구간이다. 하츠의 주가 리레이팅에 다시금 주목해보자.

Stock Data

KOSDAQ (2/22)		954.29 pt
시가총액		1,376 억원
발행주식수		12,800 천주
52 주 최고가 / 최저가		11,900 / 3,020 원
90 일 일평균거래대금		115.79 억원
외국인 지분율		1.4%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		n/a 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	13.7%
	6 개월	32.8%
	12 개월	30.7%
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 (%)
2015	82	4	5	4	314	n/a	7	17.7	5.7	1.0	5.5
2016	88	4	5	4	324	n/a	6	17.8	7.6	1.0	5.4
2017	102	5	6	5	359	n/a	6	13.2	4.5	0.7	5.7
2018	104	1	2	2	124	-65.5	3	30.3	6.1	0.6	1.9
2019	112	2	3	2	194	56.9	5	38.6	12.5	1.2	2.9

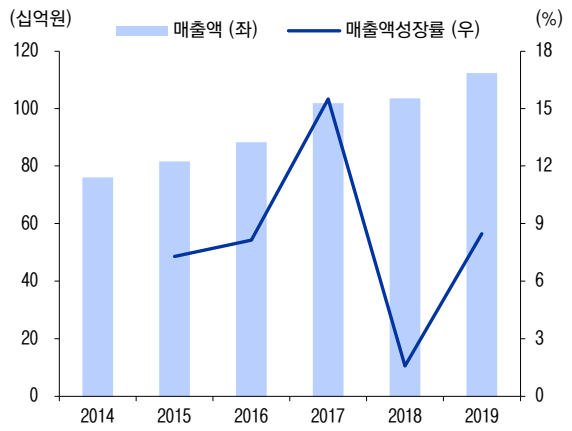
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

투자포인트

1) 주택 매매 거래 증가, 주방 리모델링 수요 확대

하츠는 가정용 레인지후드, 빌트인기기 (전기/가스쿡탑, 살균기 등)와 같은 주방 가전, 세대 환기세스템을 판매하는 공조 기업으로, 건설 또는 부동산 경기 변동에 영향을 크게 받을 것으로 보이나 막상 단 한차례를 제외하고는 매출 역성장이 없었던 회사이다. 하츠의 매출액 성장률은 아파트 입주 증가율과 높은 연관관계를 보인다. 주방 후드 및 빌트인기기가 입주 시기에 투입되는 입주마감재이기 때문이다. 그러나 최근 몇 년간 입주량이 감소함에도 불구하고, 하츠의 매출 성장은 쉬지 않았다. 이는 주택 실수요자를 필두로 한 주거용 부동산 매매시장의 폭증과, 이에 따른 리모델링/리폼 수요의 확대에 크게 기인한다.

그림79 하츠 매출액 및 매출액 성장률 추이

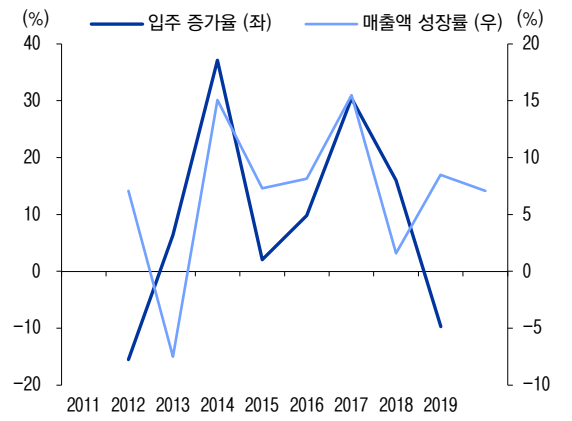


자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 하츠 주요 제품: 레인지후드

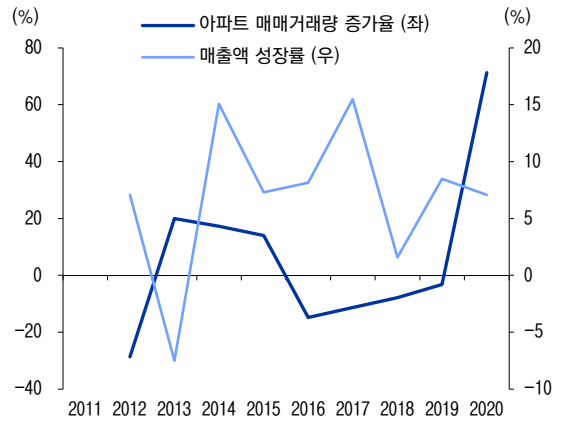
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 하츠 매출액 성장률과 아파트 입주 증가율 비교



자료: 국토교통부, 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 하츠 매출액 성장률과 아파트 매매거래량 증가율 비교

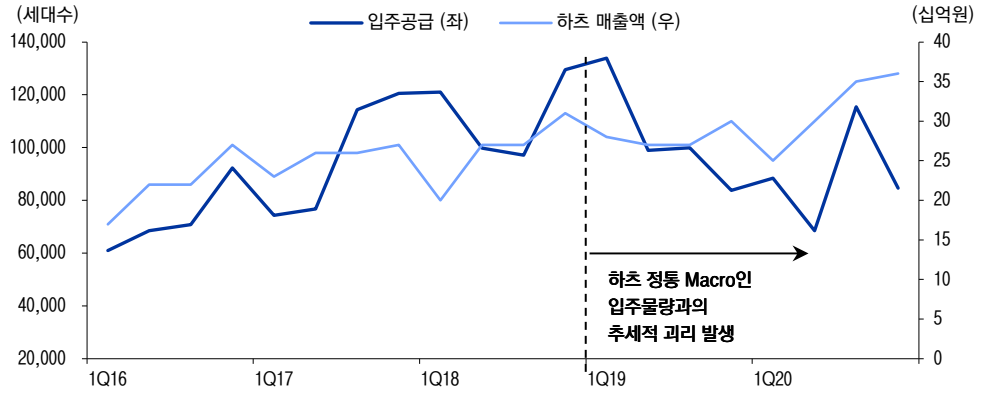


자료: 국토교통부, 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

하츠의 실적과 입주공급의 연관관계가 벌어지기 시작한 것은 2019년부터이다. 주택 인허가, 착공 물량의 감소로 인해 B2B 건자재의 업황이 나빠지고 있는 중이었으나, 하츠의 제품군 특성상 주택 리모델링 수요 확대에 따른 B2C를 필두로 한 매출 성장이 2019년부터 본격적으로 나타나면서, 입주 사이클과의 추세적 괴리가 발생했다. 모든 입주마감재가 매매거래량이 증가했다고 해서 실적이 개선된 것은 아니지만, 개인의 리모델링 주력 품목인 부엌/주방 가구의 일환인 레인지후드는 직접적인 수혜가 있었음을 추론해볼 수 있다.

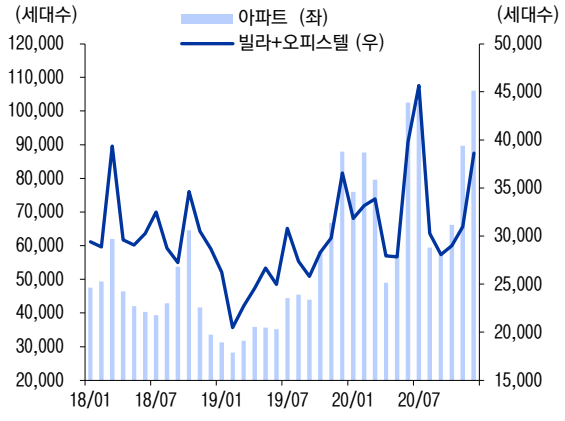
아파트 매매거래량 뿐만 아니라 비인기 주거 자산인 빌라, 오피스텔까지 매매거래가 큰 폭으로 증가한 이유는 정부의 25차례 부동산 규제 정책 발표로 인해 실수요자의 주택 구매심리가 확대되었기 때문이다. 이러한 이유로 상장 유일 토탈 리모델링 기업인 한샘의 리하우스 (리모델링) 사업부 실적 역시 고공 성장이 지속되고 있다. 하츠 역시 주택 리폼으로 인한 실적 개선이 나타나고 있는 것으로 보이며, 이러한 리모델링 수요는 당분간 쉽게 가라 앉지 않을 것으로 보인다.

그림83 2019년부터 입주공급의 추세적 감소에도 불구, 하츠 매출액 성장성 확대



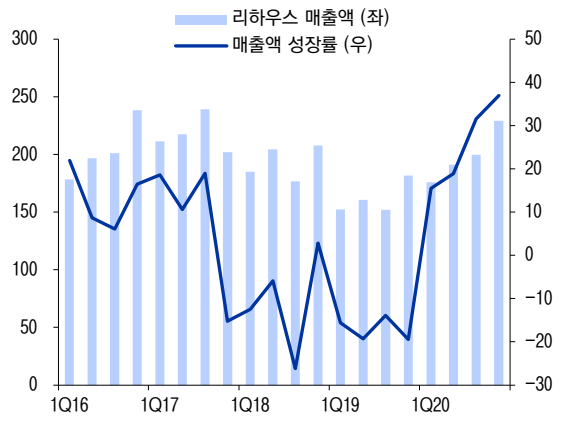
자료: 국토교통부, 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 주거용 부동산 매매거래량 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권

그림85 한샘 리하우스 (리모델링) 실적 추이 및 전망



자료: 한샘, 이베스트투자증권

이유는 현재 리모델링 시장이 단순히 업황, 즉 매매거래량의 증가로만 성장하는 것이 아니기 때문이다. 과거와 다르게 사람들의 주거 환경이 점차 좁아지고, 낡아지면서 개인의 집꾸미기에 대한 욕구가 크게 증가한 실정이며, 이는 5년전 인테리어 시장을 떠올려 볼때 체감적으로 확연한 변화라고 할 수 있겠다. 2019년 주택저널에서 조사한 인테리어를 바꾸고 싶은 계기에 대해, 2위의 응답은 특별한 이유가 없다는 것이었다. 우리 나라 인테리어 시장은 이렇듯 개인을 필두로 인테리어의 패러다임 시프트가 나타나고 있으며, 개인의 니즈에 맞게 다양한 인테리어 플랫폼 역시 등장하면서 시장 수요를 흡수하고 있다.

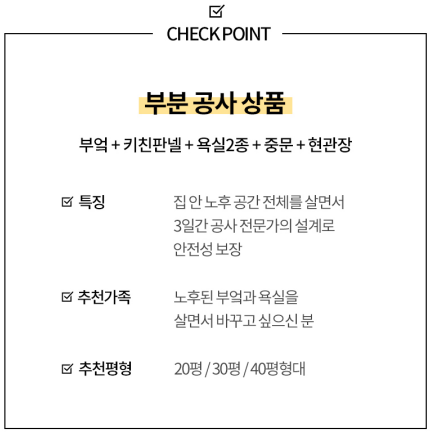
토탈 리모델링 1위 업체인 한샘에서는 토탈 리모델링 뿐만 아니라 부분 리모델링 상품 역시 판매하고 있다. 반드시 이사를 가야만 리모델링을 하는 것이 아니라, 부엌과 욕실 등 리모델링 효과가 큰 상품을 묶어서 부분공사 역시 진행하고 있다. 이렇듯 개인의 집꾸미기에 대한 수요는 하츠의 레인지후드 고급형 판가 상승으로 이어지는 모습이다. 중저가형 후드의 경우 B2B 익스포져로 판매 수량, 즉 Q의 벌크한 확대로 이익 볼륨을 키운다면, 최근에는 개인이 고급형 후드에 대한 관심이 증대하면서 매출액 대비 마진 개선에 큰 기여를 하고 있다.

표8 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

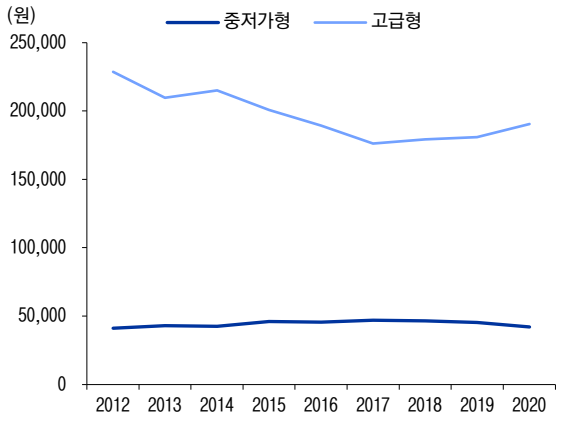
자료: 주택저널 집꾸밈의식조사 (2019), 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 한샘 거주 리모델링 (부분공사) 상품



자료: 한샘, 이베스트투자증권

그림87 레인지후드 중저가형, 고급형 판가 추이



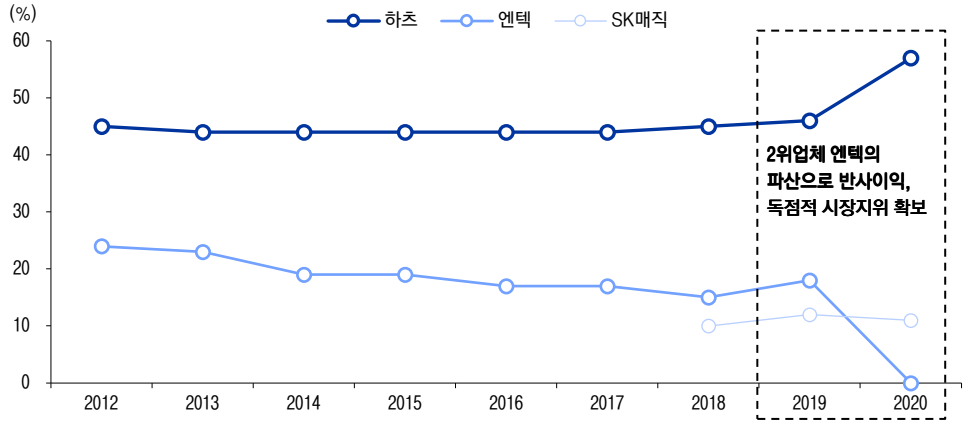
자료: 하츠, 이베스트투자증권

2) 독점적 시장 점유율과 안정적 재무구조

하츠는 레인지후드 시장에서 40% 수준의 M/S를 차지하는 1위 업체였으며, 2위인 엔텍은 18~20%를 꾸준히 유지하던 경쟁자였다. 그러나 2020년 엔텍이 파산하게 되면서 이에 따른 반사이익이 하츠에 발생했을 것으로 보인다. 현재 2위는 점유율 10% 수준의 SK매직이 차지하고 있으나, SK매직은 쿡탑, 빌트인오븐과 같은 주방 가전에서 더욱 실적을 만들고 있다보니 쉽게 점유율이 올라오기는 어려워 보인다. 실제 하츠의 M/S는 2020년 3분기 보고서 기준 57%까지 상승하면서, 레인지후드 시장의 독점적 지위를 확보하게 되었다.

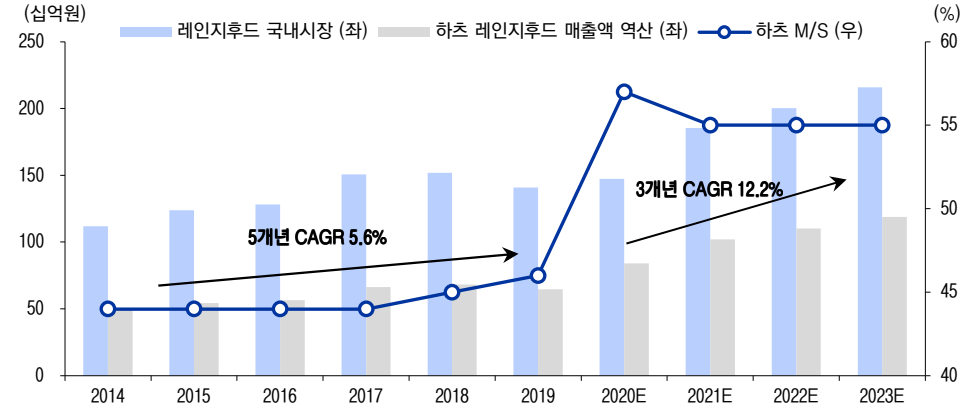
통계청 및 NICE디앤비가 추정한 국내 레인지후드 시장 총액은 2020년 1,470억원에서 2021년 1,850억원으로 크게 증가할 것이라는 전망이다. 과거대비 높아진 레인지후드 시장 성장성과 더불어 하츠 M/S가 향후 55%로 유지된다고 가정하면, 2023년 매출액은 1,200억원에 육박하며 현재 시가총액과 맞먹는 수준이 된다.

그림88 레인지후드 시장에서 50%넘는 M/S 로 독점적 시장 지위 확보



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

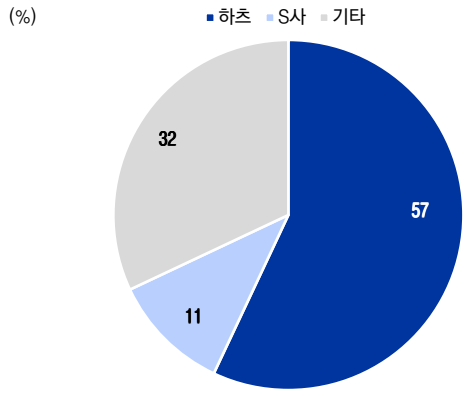
그림89 레인지후드 국내시장 성장성 데이터 기준, M/S 55% 가정시 2023 년 매출액 1,190 억원



자료: 통계청, NICE디앤비, 이베스트투자증권 리서치센터

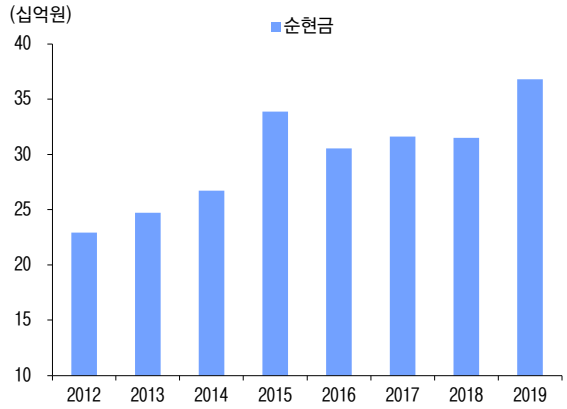
또한 하츠는 무차입 경영에 가까운 운영을 하고 있어, 부채비율 20% 미만, 순현금 350억원의 안정적 재무구조를 가지고 있다. 하츠의 OCF 역시 매출 확대에 따라 자연스럽게 증가하게 되는데, 이는 1) 건설사에는 어음 40%, 현금 60%로 대금회수가 이루어지지만, 2) 대리점에는 어음 7%, 현금 93% 대금회수 전략을 시행하고 있기 때문에 안정적 현금 확보와 재무구조 안정성이 주가 하방을 지지하는 요소로 작용할 수 있다.

그림90 하츠 3Q20 기준 레인지후드 M/S 비교



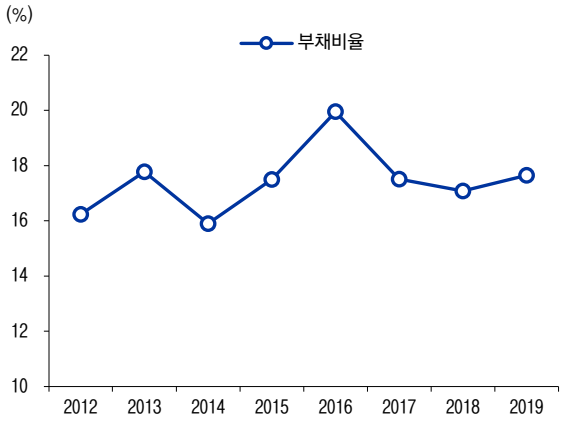
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 하츠 순현금 추이



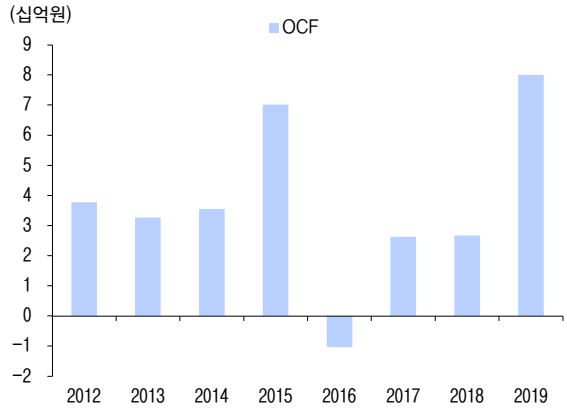
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 하츠 부채비율 추이



자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 하츠 OCF 추이

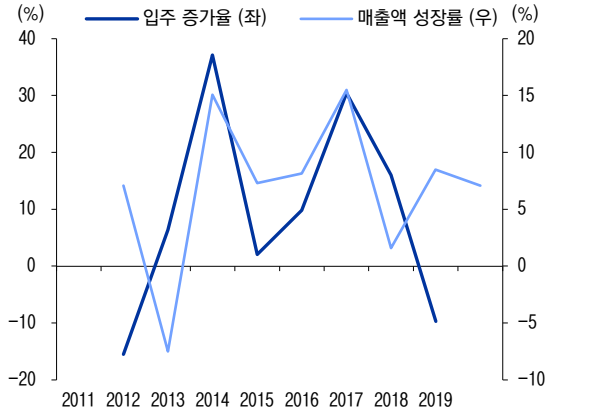


자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

3) 민간 분양 증가, 다시금 도래할 B2B 입주 사이클

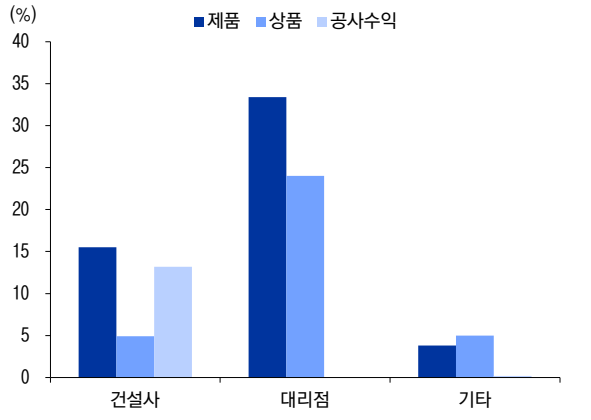
B2C 인테리어 시장이 이끄는 업황 호조로 당분간 하츠 매출 성장이 지속될 것으로 보이나, Q의 성장을 큰 폭으로 이끄는 B2B 입주물량 역시 민간 건설사의 2019년부터 이어진 분양 공급 확대에 따라 조만간 입주 사이클이 도래할 전망이다. 하츠의 매출은 현재 기준 건설사 익스포져가 15% 수준이다. 그러나 최근 큰 폭으로 증가하는 신규 주택 수요에 따른 민간 주택시장 분양 호조를 고려할 때, 입주 물량의 턴어라운드는 빠르면 2021년 하반기, 본격적으로는 2022년부터 큰 폭으로 증가하며 매출 볼륨의 성장 역시 확대될 것으로 기대된다. 2017년 입주 물량 피크아웃 이후, 5년만의 B2B 업황 턴어라운드가 나타나는 것이다.

그림94 하츠 매출액 성장률과 아파트 입주 증가율 비교



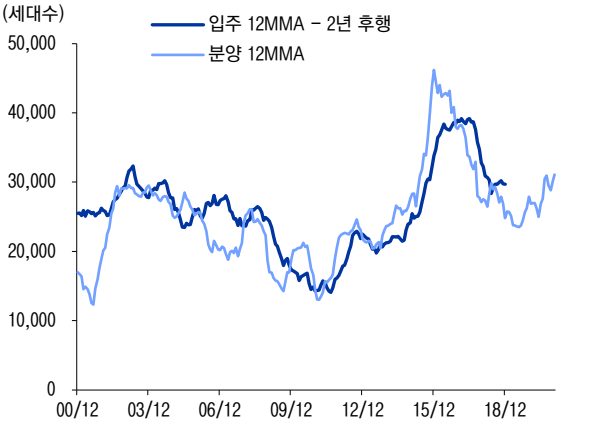
자료: 국토교통부, 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 하츠 매출 종류별 판매경로 비중



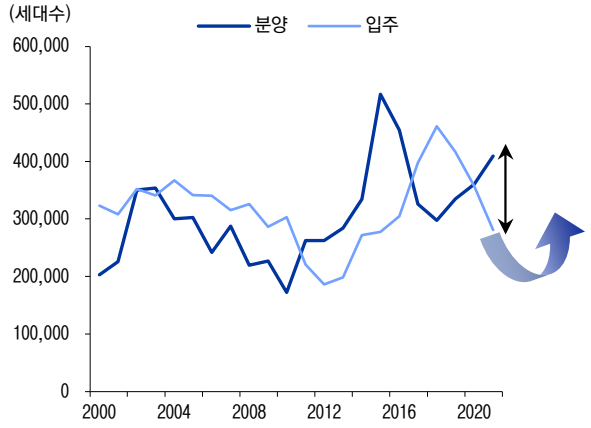
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 전국 입주-분양 래깅 추이



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 전국 입주-분양 추이

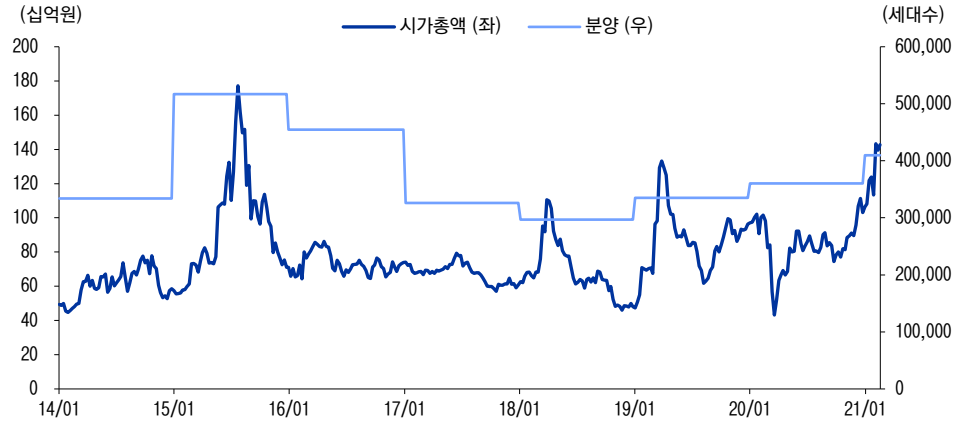


자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

다만, 입주 증가로 인해 실적이 개선되는 시점보다 주가는 2년 선행 지표인 분양을 따라 움직이는 경향이 있다. 연도별 전국 분양물량과 하츠의 시가총액 추이를 보더라도, 입주 사이클이 아니라 분양 사이클에 주가가 우상향 하는 모습을 볼 수 있다. 이는 분양이 곧 미래 입주, 즉 매출 성장의 바로미터이기 때문에 주가에는 실적 기대감을 선반영하는 결과로 해석할 수 있겠다.

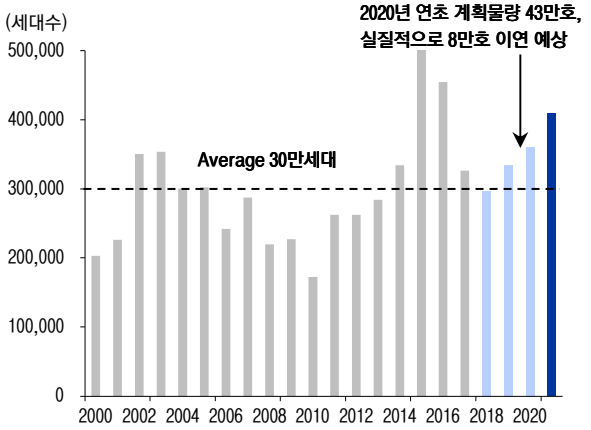
2020년 분양 공급은 36만세대, 2021년은 최소 40만세대의 분양 공급이 예정되어 있다. 대형 건설사 역시 2020년 이미 분양이 V자 반등이 나타났음에도 불구하고 2021년 저마다 공격적인 수준의 분양 목표를 제시하고 있다. 따라서 하츠의 주가 리레이팅에 다시금 주목할만한 타이밍이다. B2C, B2B가 이렇게 모두 좋은 적이 있었던가?

그림98 전국 연도별 분양공급과 하츠 시가총액 추이 비교



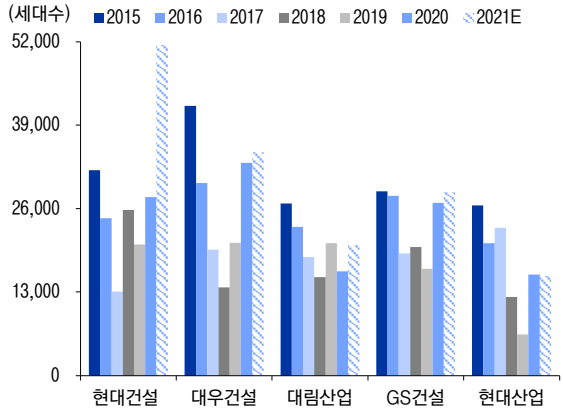
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 전국 분양 물량 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 대형건설사 연도별 분양공급 및 계획: V자 반등



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

하츠의 최근 주가 단기 반등에 따라 PER은 15.9X 수준으로 Peer 건자재 대비해서는 다소 높은 수준이다. 그러나 레인지후드 시장에 독점적인 M/S 1위 업체임을 고려했을 때는 그다지 부담스러운 수준의 밸류에이션은 아닐 것이다. [표10]을 통해 레인지후드 국내시장 데이터, 그리고 하츠의 M/S를 고정하여 실적을 간략하게 추정해보았다. 하츠의 M/S를 55%로 고정하고, 레인지후드 국내 시장 데이터가 높은 확률로 2023년부터 늘어날 B2B 입주가 충분히 반영되지 않아 보이기 때문에, 현재의 추정치들은 매우 보수적인 수준으로 판단한다. 2021년 예상 순이익을 94억원으로 추정하였으며, 이는 최근 2개분기 (2Q20, 3Q20)의 하츠의 경상적인 순이익이 24~25억원임을 고려했을 때 단순 연율화한 순이익보다 낮은 수준이기 때문에, 역시나 보수적 추정이다. 보수적으로 추정한 이익에도 불구하고 현 주가가 싸다는 것을 강조드린다.

표9 건자재 Peers PER 비교

종목명	하츠	LG하우시스	현대리바트	KCC	쌍용양회	유진기업
PER (X)	15.9	12.6	11.0	12.2	21.0	5.7

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 하츠 PER은 [표10]의 2021년 연간 추정 순이익을 기준으로 함

표10 레인지후드 국내시장 데이터로 역산/추정한 하츠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
레인지후드 국내시장 (A)	112	124	128	151	152	141	147	185	200	216
하츠 M/S (%, B)	*44.0*	*44.0*	*44.0*	*44.0*	*45.0*	*46.0*	*57.0*	*55.0*	*55.0*	*55.0*
레인지후드 매출액 가정 (A*B)	49	54	56	66	68	65	84	102	110	119
기타부문 (총매출에서 차감)	26.8	27.2	31.8	35.6	35.2	47.5	37.0	37.7	38.5	39.2
매출액	**76**	**82**	**88**	**102**	**104**	**112**	**121**	**140**	**149**	**158**
매출액 성장률 (YoY %)	*15.1*	*7.3*	*8.1*	*15.5*	*1.6*	*8.5*	*7.7*	*15.4*	*6.4*	*6.4*
매출총이익	19	20	21	22	21	25	25	30	32	34
레인지후드*	17	19	19	21	20	23	22	27	29	31
기타부문*	2	1	2	1	1	1	3	3	3	3
GPM (%)	*25.3*	*24.5*	*23.5*	*21.9*	*20.6*	*21.9*	*20.7*	*21.4*	*21.6*	*21.8*
*유통,특판**	*28.1*	*28.1*	*27.5*	*26.0*	*24.2*	*24.7*	*26.5*	*26.5*	*26.5*	*26.5*
*환기**	*13.2*	*8.9*	*8.4*	*5.9*	*5.0*	*7.8*	*7.5*	*7.5*	*7.5*	*7.5*
판관비	15	15	16	17	20	22	19	21	22	24
판관비율 (%)	*13.8*	*12.5*	*12.8*	*11.3*	*13.2*	*15.7*	*15.5*	*15.3*	*15.0*	*15.0*
영업이익	**4**	**4**	**4**	**5**	**1**	**2**	**6**	**9**	**10**	**11**
영업이익률 (%)	*3.3*	*3.6*	*3.4*	*3.5*	*0.8*	*1.8*	*4.3*	*4.6*	*4.9*	*5.0*
순이익	**3**	**4**	**4**	**5**	**2**	**2**	**5**	**9**	**11**	**12**
순이익률 (%)	*3.0*	*3.2*	*3.2*	*3.0*	*1.0*	*1.7*	*3.6*	*5.1*	*5.3*	*5.4*
순이익 성장률 (YoY %)		*16.2*	*3.3*	*10.6*	*-66.6*	*57.0*	*122.6*	*78.7*	*13.0*	*8.8*

자료: 통계청, NICE디앤비, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 레인지후드 매출액은 통계청 시장데이터에 M/S를 고려한 역산값이며, 실제와는 차이가 있음
*레인지후드 매출총이익을 알 수 없어 유통,특판 부문의 GPM을 레인지후드로, 환기의 GPM을 기타로 단순 가정하였음

하츠는 2018~2019년 B2C 영업 확대 전략으로 광고비 등 판촉비를 증가시키면서 마진율이 다소 감소했다. (현재는 유관 판촉비 사용이 더 이상 일어나지 않고 있다.) 따라서 하츠의 역사적 PER 고점은 아무래도 경상적 이익이 발생하던, 부동산 단기 랠리 기간인 2014~2015년이라고 할 수 있겠다.

한샘과 하츠의 PER을 비교한 이유는, 두 종목 모두 주력 사업에서 M/S 1위 업체이며 최근 업황의 호조, 업태의 변화로 인해 실적 성장이 강하게 나타나고 있기 때문이다. 부동산 랠리 당시 한샘의 멀티플은 60X, 하츠는 40X까지 치솟는 강한 리레이팅을 볼 수 있으며, 이것은 결국 1) 박근혜 정부 부동산 착공 사이클이라는 업황의 호조와, 2) 이케아를 필두로 개인의 인테리어 관심도 증가라는 패러다임의 변화를 동시에 만났기 때문으로 판단한다. 최근 시장 역시 1) 실수요자를 필두로 한 주택 매매거래량 확대로 리모델링 수요 증가, 2) 2년뒤 본격적으로 나타날 B2B 입주사이클의 증가, 3) 개인의 인테리어 관심도 증가라는 업황의 호조 + 패러다임의 변화가 함께 만난 구간으로 보인다.

그림101 하츠 장기 PER 추이

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년까지는 Trailing, 2020년부터는 Forward 기준임

그림102 한샘, 하츠 PER 비교 (2014~2015 년)

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 한샘, 하츠 PER 비교 (2020 년~현재)

자료: FnGuide, 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	0	0	0	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	24	22	21	22
영업이익률 (%)	5	5	5	1	2
EBITDA 마진률 (%)	8	7	6	3	4
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)	0	0	0	-4	-4
기타투자활동	-7	0	7	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

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	17.7	17.8	13.2	30.3	38.6
P/B	1.0	1.0	0.7	0.6	1.2
EV/EBITDA	5.7	7.6	4.5	6.1	12.5
P/CF	8.5	9.1	6.7	8.7	11.2
배당수익률 (%)	0.5	0.9	1.1	0.8	0.4
성장성 (%)					
매출액	283.0	298.0	n/a	1.6	8.5
영업이익	-79.0	-80.2	n/a	-76.2	99.7
세전이익	106.5	105.5	n/a	-62.7	61.2
당기순이익	3.0	2.4	n/a	-66.6	57.0
EPS	n/a	n/a	n/a	-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)	0.0	0.0	0.0	-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	30

현대리바트 (079430)

2021. 2. 23 | 건설/건자재

B2C도 너무 잘하는 회사

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

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 16,300 원

레인지후드, 쿡탑, 세대환기 시스템을 보유한 벽산 효자 기업

현대리바트는 현대백화점 그룹의 가구 제조, 유통 업체이다. 매출 비중은 부동산 매크로 상황에 따라 조금씩 달라지지만, 전체 사업 구조에서 B2B향 매출 비중이 높은 회사이다. 가구부문은 가정용, 주방가구 등인 B2C가구, 아파트 입주 시점에 발생하는 빌트인 가구와 오피스가구, 선박가구를 포함한 B2B 가구로 구분된다. B2B사업부문의 경우 현대건설의 해외 현장에서 본공사 착공 전 가설 공사를 진행하는 건설사업, 자재판매 및 법인 온라인 폐쇄몰 등을 영위하고 있다.

2020년은 가구와 B2B사업 모두 실적 호조가 두드러지는 한 해였다. 가구사업의 경우 코로나19로 인해 가속화된 개인의 인테리어 수요 증가 및 아파트 매매거래량의 증가에 따른 이사 등으로 인해 B2C가구를 필두로 한 실적 성장이 나타났다. 또한 현대건설의 사우디 수주 확대에 따른 가설 공사로 B2B사업부문 역시 실적 호조가 나타났다. 4분기 매출 성장성 대비 이익률이 좋지 않은데, 이는 통합 온라인몰 리뉴얼 오픈 및 욕실 (바스) 신규 론칭, 부산 전시장 오픈과 용산점 리뉴얼 등에 따른 판관비율 증가에 기인한다. 다만, 이러한 B2C가구 확대 전략에 기반한 비용상승은 추후 매출 성장에 필요한 투자이기 때문에 긍정적으로 판단된다. 현재 CAPEX가 진행중인 스마트물류센터의 경우 2021년 상반기 중 가동이 예정되어 있으며, 비교적 표준화된 제품인 빌트인가구의 대량생산 효과가 기대된다.

인테리어 패러다임 변화 수혜주, 현대건설 Captive 모멘텀도 기대

과거 부동산 랠리 당시 현대리바트의 PER을 40X까지 날려보냈던 근거는 이케아의 입점에 따른 사람들의 인테리어 관심도 증가 및 우호적인 업황, 즉 B2B를 필두로 한 입주 물량 증가에 기인한다. 그러나 현대리바트의 최근 가구부문에서는 입주 사이클 둔화에도 불구하고 B2C가구의 성장성이 꺾이지 않고 지속된다는 점에서, B2B 오리엔트의 수익 모델이 큰 변환점을 맞이했다고 보여진다. 이는 아파트 뿐만 아니라 빌라, 오피스텔까지 주거용 부동산의 실수요자의 구매심리가 확대되고, 코로나19로 집꾸미기에 대한 관심이 높아지는 가운데 발생하는 B2C가구의 구조적 성장에 기인한다. 업황의 호조와 업태의 변화가 만나는 지금, 현대리바트의 주가 리레이팅이 더욱 기대되는 부분이다. 더불어 현대건설의 이라크, UAE, 카타르 등의 신규 수주, 공격적인 분양 공급에 따라 향후 B2B가구 및 B2B부문의 성장성 역시 확보될 수 있다는 점도 긍정적이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/22)		3,079.75 pt
시가총액		3,347 억원
발행주식수		20,535 천주
52 주 최고가 / 최저가		22,200 / 5,680 원
90 일 일평균거래대금		57.76 억원
외국인 지분율		4.6%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		n/a 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	1.0%
	6 개월	-30.8%
	12 개월	15.9%
주주구성	현대그린푸드 (외 1 인)	41.2%
	자사주 (외 1 인)	2.1%

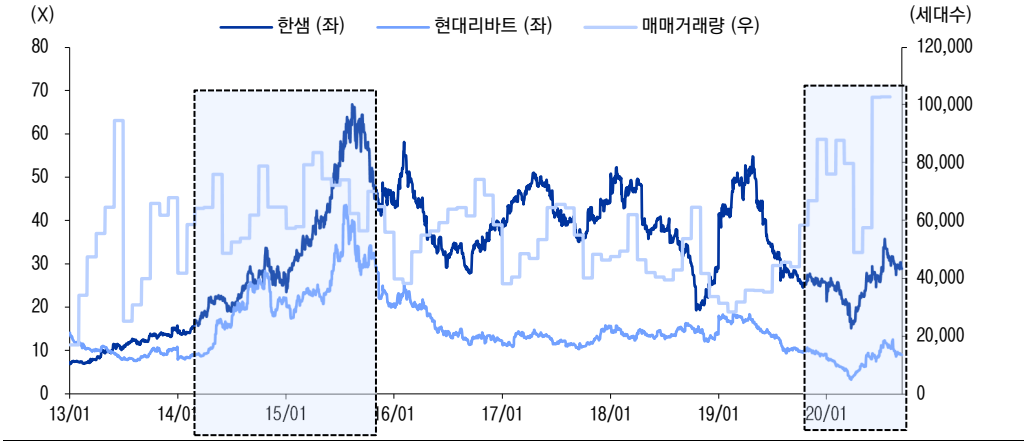
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	694	39	40	29	1,712	n/a	45	20.4	12.5	2.5	12.4
2016	736	42	45	33	1,969	n/a	49	12.0	7.9	1.5	12.7
2017	890	51	50	37	2,179	n/a	59	14.7	9.8	1.6	10.7
2018	1,352	48	50	39	1,933	-11.3	60	10.4	6.0	0.9	9.0
2019	1,238	24	26	19	968	-49.9	48	13.8	5.4	0.6	4.3

자료: 현대리바트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림104 한샘, 현대리바트 12M Forward PER 추이 및 아파트 매매거래량 (리모델링/홈데코의 성장)



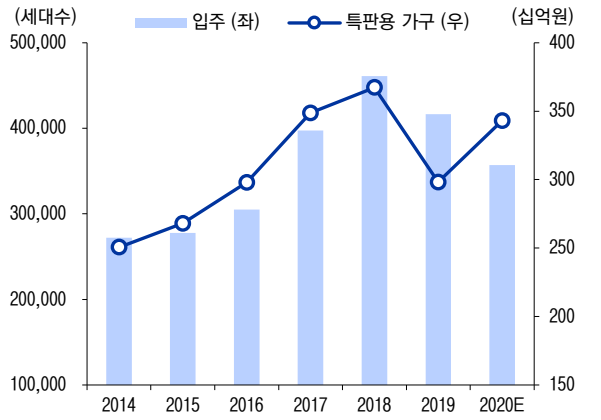
자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 현대리바트 실적 추이

(단위: 십억원)	2018	2019	2020P*	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P*
매출액	1,351.7	1,237.6	1,384.6	311.2	302.2	299.0	325.2	369.4	352.9	322.0	340.4
가정용 가구	299.1	313.9		78.4	76.1	77.0	82.4	86.0	85.0	84.8	
사무용 가구	74.3	80.8		20.7	18.6	20.8	20.6	20.2	22.1	23.9	
특판용 가구	367.4	298.3		82.1	74.5	77.3	64.4	91.2	87.1	79.1	
B2B사업부문	457.1	436.4		102.8	109.5	100.0	124.2	139.2	136.9	114.2	
기타	153.8	108.2		27.1	23.5	23.9	33.6	32.8	21.8	20.0	
매출총이익	230.5	213.6	250.0	56.1	52.2	52.8	52.5	63.7	62.5	62.2	61.5
GPM (%)	17.1	17.3	18.1	18.0	17.3	17.7	16.2	17.3	17.7	19.3	18.1
영업이익	48.1	23.9	37.2	9.9	6.0	6.9	1.1	14.8	10.0	8.9	3.5
영업이익률 (%)	3.6	1.9	2.7	3.2	2.0	2.3	0.4	4.0	2.8	2.8	1.0
순이익	38.9	19.5	26.0	8.7	4.8	5.7	0.2	11.1	6.8	6.8	1.4
순이익률 (%)	2.9	1.6	1.9	2.8	1.6	1.9	0.1	3.0	1.9	2.1	0.4

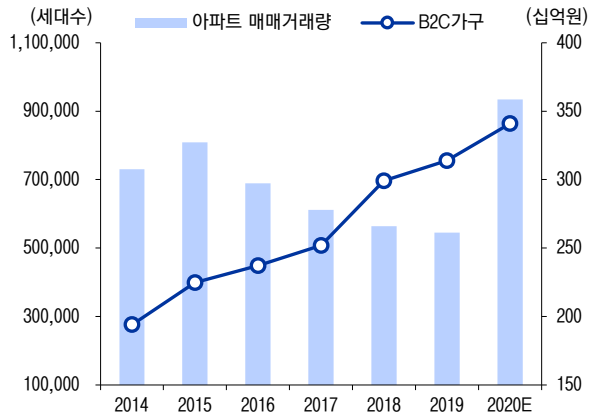
자료: 현대리바트, 이베스트투자증권 리서치센터
주: *음영의 부분은 사업보고서 공시 후 업데이트 예정 (IR Data와 기준 다소 상이)

그림105 빌트인(특판용)가구 매출과 입주물량 비교



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년은 3분기 누계 실적 연율화

그림106 가정용(B2C)가구 매출과 아파트 매매거래량 비교



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년은 3분기 누계 실적 연율화

현대리바트 (079430)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	225	252	464	443	398
현금 및 현금성자산	42	25	68	27	48
매출채권 및 기타채권	118	152	270	232	208
재고자산	63	70	105	140	121
기타유동자산	2	6	21	43	21
비유동자산	154	168	219	236	355
관계기업투자등	1	0	1	0	0
유형자산	132	152	167	180	296
무형자산	2	2	32	31	30
자산총계	**379**	**420**	**683**	**679**	**753**
유동부채	117	125	247	212	248
매입채무 및 기타재무	94	99	215	185	199
단기금융부채	0	0	0	2	11
기타유동부채	23	26	32	25	38
비유동부채	16	18	22	19	47
장기금융부채	0	0	0	0	31
기타비유동부채	16	17	21	19	16
부채총계	**133**	**142**	**269**	**232**	**295**
지배주주지분	246	277	414	447	458
자본금	17	17	21	21	21
자본잉여금	4	4	102	102	102
이익잉여금	228	259	295	329	339
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**246**	**277**	**414**	**447**	**458**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**694**	**736**	**890**	**1,352**	**1,238**
매출원가	536	565	691	1,121	1,024
매출총이익	**158**	**171**	**198**	**231**	**214**
판매비 및 관리비	119	129	148	182	190
영업이익	**39**	**42**	**51**	**48**	**24**
(EBITDA)	45	49	59	60	48
금융손익	0	0	0	2	2
이자비용	0	0	0	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**40**	**45**	**50**	**50**	**26**
계속사업법인세비용	12	12	13	12	6
계속사업이익	29	33	37	39	19
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**29**	**33**	**37**	**39**	**19**
지배주주	29	33	37	39	19
총포괄이익	**29**	**33**	**37**	**39**	**20**
매출총이익률 (%)	23	23	22	17	17
영업이익률 (%)	6	6	6	4	2
EBITDA 마진률 (%)	6	7	7	4	4
당기순이익률 (%)	4.2	4.5	4.2	2.9	1.6
ROA (%)	8.0	8.3	6.7	5.7	2.7
ROE (%)	12.4	12.7	10.7	9.0	4.3
ROIC (%)	14.4	13.5	12.7	10.2	4.4

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**15**	**5**	**21**	**7**	**96**
당기순이익(손실)	29	33	37	39	19
비현금수익비용가감	24	23	27	29	40
유형자산감가상각비	6	7	8	11	23
무형자산상각비	0	0	0	1	1
기타현금수익비용	1	0	1	1	0
영업활동 자산부채변동	-24	-39	-32	-47	46
매출채권 감소(증가)	-33	-33	16	35	23
재고자산 감소(증가)	5	-7	-21	-36	19
매입채무 증가(감소)	12	5	-16	-32	-3
기타자산, 부채변동	-8	-4	-10	-14	7
투자활동 현금	**-10**	**-21**	**25**	**-46**	**-58**
유형자산처분(취득)	-10	-27	-16	-20	-74
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-21	25
기타투자활동	0	6	41	-4	-8
재무활동 현금	**-1**	**-2**	**-2**	**-2**	**-16**
차입금의 증가(감소)	1	-1	-1	0	-11
자본의 증가(감소)	-1	-1	-1	-2	-6
배당금의 지급	1	1	1	2	6
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**4**	**-18**	**44**	**-41**	**21**
기초현금	38	42	25	68	27
기말현금	42	25	68	27	48

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	20.4	12.0	14.7	10.4	13.8
P/B	2.5	1.5	1.6	0.9	0.6
EV/EBITDA	12.5	7.9	9.8	6.0	5.4
P/CF	11.5	7.2	8.8	6.1	4.6
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	1.4	1.1
성장성 (%)					
매출액	86.7	95.6	n/a	51.9	-8.4
영업이익	118.6	126.8	n/a	-5.0	-50.4
세전이익	-83.6	-82.0	n/a	1.2	-49.2
당기순이익	-59.0	-53.4	n/a	5.2	-49.9
EPS	n/a	n/a	n/a	-11.3	-49.9
안정성 (%)					
부채비율	54.3	51.3	65.1	51.8	64.4
유동비율	192.1	202.0	187.5	208.5	160.3
순차입금/자기자본(x)	0.0	0.0	0.0	-12.5	-3.4
영업이익/금융비용(x)	146.6	151.6	220.9	224.0	25.9
총차입금 (십억원)	4	3	2	2	42
순차입금 (십억원)	-39	-22	-76	-56	-16
주당지표(원)					
EPS	1,712	1,969	2,179	1,933	968
BPS	14,237	16,071	20,143	21,786	22,301
CFPS	3,055	3,283	3,655	3,301	2,880
DPS	80	80	100	290	150

자료: 현대리바트, 이베스트투자증권 리서치센터

LG하우시스 (108670)

2021. 2. 23 | 건설/건자재

고마진 제품 Capa 증설 중, 좋아질 일만 남았다

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

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 74,600 원

매출 회복이 기대되는 창호, 인조대리석. 마진 개선에 기여할 PF보드

LG하우시스는 2009년 LG화학 산업재 사업부문이 분할되어 출범한 건자재, 자동차소재 기업이다. 건자재 주요 제품은 창호, 장식재 (마루, 시트, 벽지, 바닥재 등), 표면소재 (인조대리석 등) 등이다. 마진률은 장식재, 표면소재, 창호 순이다. 개인 리모델링 비용에서 창호가 차지하는 비용이 높고 LG하우시스가 L&C, KCC, 이건창호 등과 시장을 과점하고 있음에도 불구하고, 창호 시장 자체가 역사적으로 B2B 집중 제품이다보니 매출 볼륨에 비해 마진율은 낮은 편으로 보인다. 민간 주택 분양 사이클 증가에 따른 입주 사이클 도래가 임박함에 따라 매출 볼륨의 성장이 기대된다. 표면소재인 인조대리석의 경우 북미시장의 인조대리석 수요의 80% 비중을 차치하고 있어 미국 수요 및 원재료 가격에 매출과 마진 변동이 발생한다. 최근 코로나19와 저금리 기조 확대로 인해 미국 Sub-Urban의 주택 구매 확대에 따른 리폼 수요 증가가 지속되고 있기 때문에, 장기적인 매출 턴어라운드 역시 기대되는 부분이다.

장식재의 경우 2019년 11월 건축법 개정으로 준불연단열재의 기준이 강화되면서 적용대상 건축물이 확대되고 있으며, 이에 따라 LG하우시스 주력 제품인 고마진 단열재 PF보드(페놀폼)의 매출 성장이 예상된다. 현재 LG하우시스는 1천억원 규모의 CAPEX를 통해 PF단열재 4호 공장 증설을 진행중이며, 2022년 완공을 목표로 하고있다. 이에 따라 가동률이 램프업되는 2023년부터 PF보드의 매출 확대에 따른 획기적인 이익 개선 역시 기대된다.

자동차소재 부문의 매각으로 근원적 체질 개선까지 기대

LG하우시스의 적자 사업인 자동차소재/산업용필름 사업부가 지난 연말 드디어 매각에 관한 골자가 발표되었다. 현대차그룹의 철강 및 자동차 부품사인 현대비앤지스틸이 LG하우시스의 자동차소재 사업부 인수에 대한 MOU를 체결했기 때문이다. 건자재부문의 영업이익은 2020년 기준 이미 1천억원이 넘어선 상황이기 때문에, 매각 완료를 고려할 시 순이익이 2배 가량 점프할 수 있어 금번 매각 작업은 상당히 긍정적으로 판단된다. 뿐만 아니라 LG그룹은 최근 구본준 LG그룹 고문을 필두로 한 LG하우시스, LG상사, LG MMA등의 계열 분리를 발표했다. 신설 LG지주에 LG하우시스가 핵심 계열사로 부각될 것으로 보여, 향후 주력 부문 투자와 성장 전략 등이 기대되는 시점이기도 하다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/22)		3,079.75 pt
시가총액		6,690 억원
발행주식수		8,968 천주
52 주 최고가 / 최저가		88,800 / 31,450 원
90 일 일평균거래대금		109.43 억원
외국인 지분율		19.3%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		n/a 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-7.6%
	6 개월	-0.7%
	12 개월	8.0%
주주구성	LG (외 2 인)	33.6%
	국민연금공단 (외 1 인)	10.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	2,687	155	116	71	7,807	n/a	265	18.8	8.2	1.7	8.4
2016	2,928	157	115	75	8,182	n/a	276	11.7	5.9	1.0	8.3
2017	3,209	145	107	68	7,369	n/a	268	13.2	7.0	1.0	7.1
2018	3,266	70	-18	-53	-5,971	적전	206	(9.5)	7.8	0.6	-5.6
2019	3,187	69	14	12	1,258	흑전	233	43.5	6.5	0.6	1.3

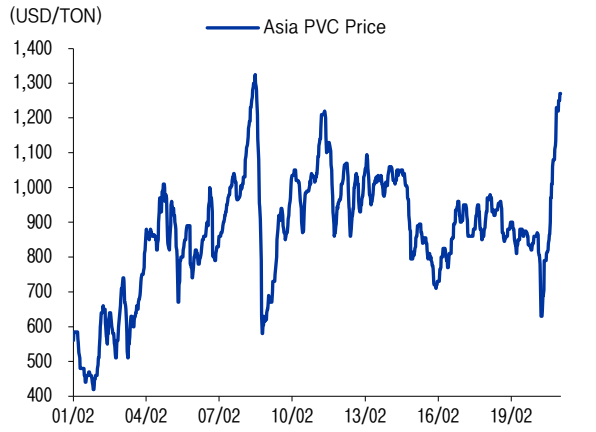
자료: LG하우시스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 LG하우시스 실적 추이

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020P	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P
매출액	3,209	3,266	3,187	3,038	757	836	788	805	724	720	771	823
건축자재	2,174	2,202	2,181	2,167	527	589	558	554	513	526	550	578
자동차소재/필름*	892	911	940	859	224	241	227	248	206	191	217	245
기타	143	153	65	12	6	6	3	2	5	4	4	0
영업이익	145	70	69	71	11	30	25	3	21	13	28	9
건축자재	144	89	91	115	13	33	32	13	29	33	35	18
자동차소재/필름	12	-9	-22	-45	-2	-3	-7	-10	-9	-20	-6	-10
기타	-10	-9	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
OPM (%)	*4.5*	*2.2*	*2.2*	*2.3*	*1.4*	*3.6*	*3.2*	*0.4*	*2.9*	*1.8*	*3.6*	*1.1*
건축자재	*6.6*	*4.0*	*4.2*	*5.3*	*2.5*	*5.6*	*5.7*	*2.4*	*5.7*	*6.3*	*6.3*	*3.1*
자동차소재/필름	*1.4*	*-1.0*	*-2.3*	*-5.3*	*-0.8*	*-1.3*	*-2.9*	*-4.1*	*-4.2*	*-10.5*	*-2.9*	*-4.2*
순이익	68	-53	12	-79	-1	27	12	-26	4	2	54	-140
순이익률 (%)	*2.1*	*-1.6*	*0.4*	*-2.6*	*-0.1*	*3.2*	*1.5*	*-3.3*	*0.6*	*0.3*	*7.0*	*-17.0*

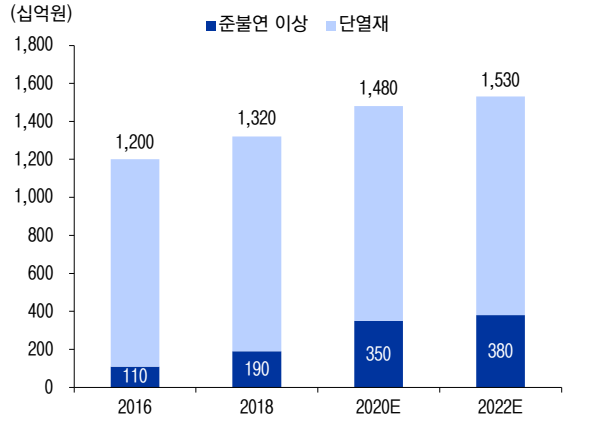
자료: LG하우시스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 자동차소재/산업용필름 부문은 현대비앤지스틸과 매각에 대한 MOU 체결

그림107 아시아 PVC 가격 추이



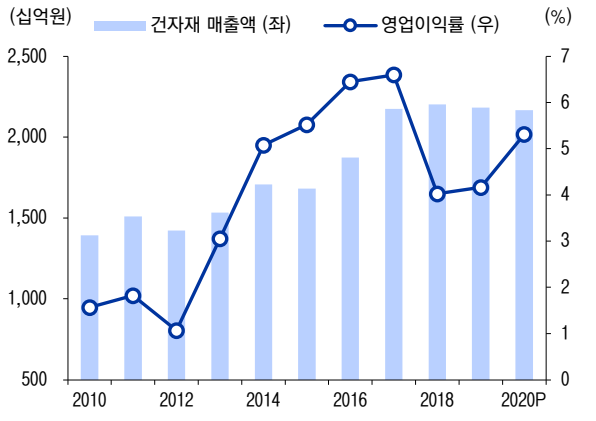
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 국내 건축용 단열재 시장 추이



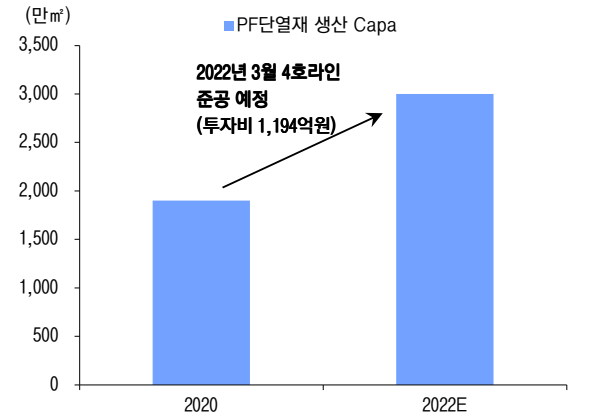
자료: 업계 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 LG하우시스 건자재부문 매출액, 영업이익률 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 LG하우시스 PF단열재 4호라인 증설 시 Capa



자료: LG하우시스, 이베스트투자증권 리서치센터

LG하우시스 (108670)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	1,028	1,051	1,170	1,081	1,022
현금 및 현금성자산	180	104	126	134	139
매출채권 및 기타채권	531	651	707	609	553
재고자산	267	269	289	298	291
기타유동자산	50	28	48	39	39
비유동자산	1,224	1,234	1,412	1,429	1,543
관계기업투자등	7	9	59	34	3
유형자산	1,110	1,113	1,231	1,278	1,340
무형자산	41	42	43	43	70
자산총계	**2,252**	**2,286**	**2,582**	**2,510**	**2,566**
유동부채	712	804	805	737	975
매입채무 및 기타재무	297	351	398	278	333
단기금융부채	0	0	0	376	503
기타유동부채	415	452	407	83	138
비유동부채	662	545	792	856	675
장기금융부채	632	521	771	834	648
기타비유동부채	30	23	22	22	27
부채총계	**1,374**	**1,349**	**1,597**	**1,593**	**1,650**
지배주주지분	875	937	986	917	914
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	618	616	616	616	616
이익잉여금	227	293	350	277	284
비지배주주지분(연결)	3	0	0	0	2
자본총계	**878**	**937**	**986**	**917**	**916**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**2,687**	**2,928**	**3,209**	**3,266**	**3,187**
매출원가	1,947	2,133	2,413	2,536	2,440
매출총이익	**740**	**795**	**796**	**731**	**747**
판매비 및 관리비	584	638	651	660	678
영업이익	155	157	145	70	69
(EBITDA)	265	276	268	206	233
금융손익	-24	-26	-26	-31	-28
이자비용	24	26	26	35	37
관계기업등 투자손익	0	0	-1	-5	-5
기타영업외손익	24	26	27	-51	-22
세전계속사업이익	**116**	**115**	**107**	**-18**	**14**
계속사업법인세비용	27	35	24	-1	-1
계속사업이익	90	80	83	-16	15
중단사업이익	-18	-5	-15	-37	-3
당기순이익	**71**	**75**	**68**	**-53**	**12**
지배주주	72	75	68	-53	12
총포괄이익	**76**	**73**	**59**	**-49**	**11**
매출총이익률 (%)	28	27	25	22	23
영업이익률 (%)	6	5	5	2	2
EBITDA 마진률 (%)	10	9	8	6	7
당기순이익률 (%)	2.6	2.6	2.1	-1.6	0.4
ROA (%)	3.3	3.3	2.8	-2.1	0.5
ROE (%)	8.4	8.3	7.1	-5.6	1.3
ROIC (%)	7.9	6.7	6.4	2.7	2.6

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**93**	**152**	**27**	**144**	**344**
당기순이익(손실)	98	110	91	-54	11
비현금수익비용가감	189	176	182	266	245
유형자산감가상각비	104	113	117	129	157
무형자산상각비	5	6	6	7	7
기타현금수익비용	18	5	10	26	8
영업활동 자산부채변동	-147	-79	-185	-23	118
매출채권 감소(증가)	-15	-135	-83	55	63
재고자산 감소(증가)	-14	-9	-32	-4	17
매입채무 증가(감소)	-92	80	-13	-74	50
기타자산, 부채변동	-26	-15	-57	0	-12
투자활동 현금	**-231**	**-89**	**-253**	**-233**	**-196**
유형자산처분(취득)	-236	-178	-203	-237	-180
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	2	0
기타투자활동	9	93	-49	3	-14
재무활동 현금	**195**	**-140**	**252**	**98**	**-143**
차입금의 증가(감소)	213	-118	270	116	-141
자본의 증가(감소)	-18	-18	-18	-18	-3
배당금의 지급	18	18	18	18	3
기타재무활동	0	-4	0	0	0
현금의 증가	**52**	**-76**	**22**	**9**	**5**
기초현금	129	180	104	126	134
기말현금	180	104	126	134	139

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	18.8	11.7	13.2	(9.5)	43.5
P/B	1.7	1.0	1.0	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.2	5.9	7.0	7.8	6.5
P/CF	5.1	3.4	3.5	2.7	2.1
배당수익률 (%)	1.2	1.9	1.9	0.4	0.5
성장성 (%)					
매출액	215.3	239.8	n/a	1.8	-2.4
영업이익	348.8	335.9	n/a	-51.6	-2.3
세전이익	-88.9	-89.1	n/a	적전	흑전
당기순이익	-88.2	-87.7	n/a	적전	흑전
EPS	n/a	n/a	n/a	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	156.6	143.9	162.0	173.8	180.1
유동비율	144.4	130.8	145.4	146.7	104.9
순차입금/자기자본(x)	0.0	0.0	0.0	116.3	109.5
영업이익/금융비용(x)	6.4	6.0	5.6	2.0	1.9
총차입금 (십억원)	947	835	1,077	1,210	1,151
순차입금 (십억원)	757	721	942	1,066	1,003
주당지표(원)					
EPS	7,807	8,182	7,369	-5,971	1,258
BPS	87,452	93,736	98,558	91,675	91,420
CFPS	28,657	28,561	27,354	21,186	25,508
DPS	1,800	1,800	1,800	250	250

자료: LG하우시스, 이베스트투자증권 리서치센터

2021. 2. 23 | 건설/건자재

에넥스 (011090)

임대주택 수혜주로 부각, 입주 증가를 기다린다

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

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 2,130 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

B2B 주방가구의 강자, 임대주택과 공공발주 수혜주로 부각

에넥스는 주방가구 (주방 수납장 등)에 특화된 건자재 회사로, 주로 B2B 입주 사이클이 확대될 때 매출 성장이 나타나는 B2B 위주의 회사이다. 최근에는 리모델링 시장 성장에 따라 B2C 부문에서도 온라인 에넥스몰, 홈쇼핑 방송 등 다양한 채널을 통해 주방가구, 수납가구, 건자재 인테리어 패키지를 판매하고 있다. 주방 가구 시장 규모를 정확히 추산할 수는 없지만, 주방 가구 시장에서는 한샘, 현대리바트와 함께 에넥스가 3대장으로 자리잡고 있음에 분명하다.

2017~2018년 입주 물량 증가에 따른 B2B 특판 매출 확대로 연도별 매출 비중에 차지하는 건설사를 Dart에 제공했다. 2017년의 경우 대우건설 8.2%, 시티건설 5.3%, GS건설 3.0%, 부영주택 2.9%의 매출 비중을 차지했으며, 2018년은 시티건설 10.3%, 대우건설 6.5%, GS건설 5.6%, 제일건설 4.5% 순으로 매출 비중을 차지한다. 1군 건설사의 입주 뿐만 아니라 부영주택, 시티건설과 같이 임대주택 또는 공공발주에 익스포져가 높은 건설사 향 매출이 높다보니, 최근 공공임대주택 확대 및 LH, SH 주도하의 공공 주택 발주의 수혜주로 부각되고 있다.

머지않아 도래할 입주 사이클, 그 전에 체질 개선도 필요

정부의 규제 확대에도 불구하고 신규주택 수요가 증가하면서 최근 민간 분양시장의 호조가 지속되고 있다. 분양 공급은 2019년 33만호, 2020년 36만호를 기록했으며, 2021년은 연초부터 40만호의 분양 공급이 민간부문에서만 계획되어 있다. 대형 건설사 역시 연간 분양 가이던스를 공격적으로 제시한 상황이다. 이렇게 분양 시장 호조기가 지속되다보니, 에넥스의 매출 성장성 확보의 기회가 되는 입주 사이클 역시 빠르면 2022년 하반기, 늦어도 2023년부터는 업사이클로 돌아설 것으로 보인다. 모멘텀은 충분히 좋지만, 판관비 개선에 따른 이익 성장이 선행되어야 하는 시점이다.

Stock Data

KOSPI (2/22)		3,079.75 pt
시가총액		1,278 억원
발행주식수		59,992 천주
52 주 최고가 / 최저가		2,680 / 555 원
90 일 일평균거래대금		317.49 억원
외국인 지분율		0.6%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		n/a 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	9.0%
	6 개월	82.2%
	12 개월	39.7%
주주구성	박진규 (외 6 인)	28.6%
	자사주 (외 1 인)	7.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	308	8	8	8	154	n/a	11	23.1	19.1	3.6	15.0
2016	394	2	2	2	34	n/a	5	69.3	27.4	2.4	3.2
2017	435	3	3	2	39	n/a	7	47.8	15.7	1.9	3.7
2018	446	1	2	1	25	-37.3	5	56.1	17.8	1.4	2.3
2019	364	-3	-3	-4	-66	적전	3	(17.1)	30.0	1.2	-6.4

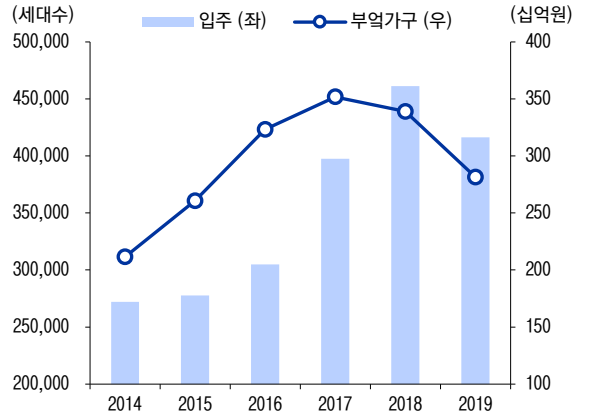
자료: 에넥스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표13 에넥스 실적 추이

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	435	446	364	112	76	108	67	62	49	68
부엌가구, 붙박이장	352	339	282	89	53	86	54	50	37	53
자재판매, 가전기기	81	81	62	18	18	17	9	9	8	12
시공, 임대	1	26	20	6	6	5	4	3	3	3
매출총이익	71	41	31	9	5	12	6	5	4	7
GPM (%)	*16.2*	*9.3*	*8.6*	*8.2*	*6.1*	*10.8*	*8.4*	*8.5*	*8.0*	*10.1*
영업이익	3	1	-3	0	-4	4	-3	-1	-2	1
영업이익률 (%)	*0.8*	*0.2*	*-0.8*	*0.3*	*-5.6*	*3.7*	*-4.4*	*-2.3*	*-4.9*	*0.8*
순이익	2	1	-4	1	-3	3	-4	-1	-2	1
순이익률 (%)	*0.5*	*0.3*	*-1.0*	*0.5*	*-4.5*	*2.9*	*-6.0*	*-1.8*	*-4.9*	*1.0*

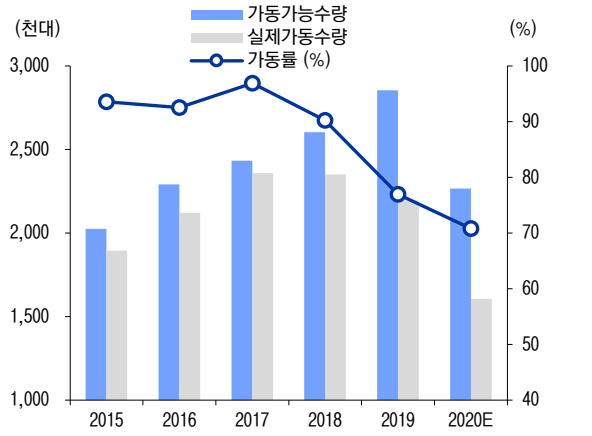
자료: 에넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 아파트 입주물량과 부엌가구 매출액 추이



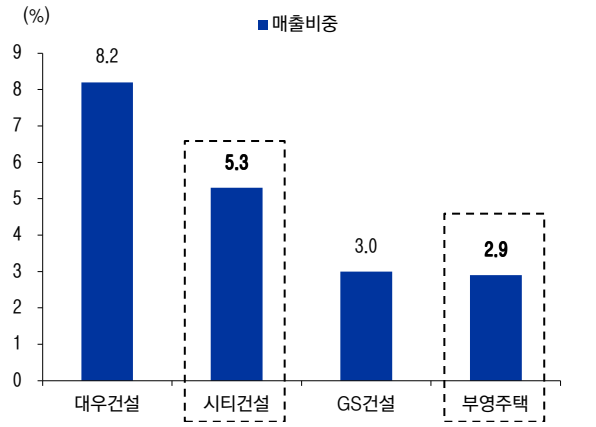
자료: 국토교통부, 에넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 에넥스 부엌가구 붙박이장 생산공장 가동률 추이



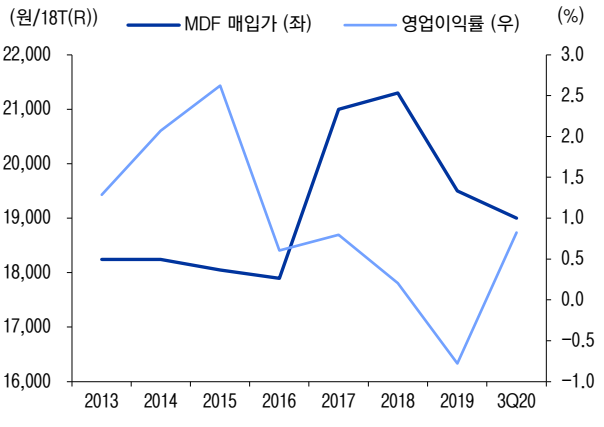
자료: 에넥스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년 가동률은 3Q20 가동률의 연율화

그림113 2017 년 기준 에넥스 주요 매출처



자료: 에넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 에넥스 MDF 매입 가격, 영업이익률 추이



자료: 에넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

에넥스 (011090)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	87	110	127	108	83
현금 및 현금성자산	17	9	17	11	8
매출채권 및 기타채권	44	69	71	66	55
재고자산	20	25	35	29	19
기타유동자산	7	7	5	3	2
비유동자산	39	43	44	47	49
관계기업투자등	1	1	1	1	0
유형자산	14	16	18	19	18
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	**126**	**153**	**171**	**155**	**132**
유동부채	56	82	101	85	66
매입채무 및 기타재무	44	64	85	68	48
단기금융부채	0	0	0	14	15
기타유동부채	13	18	16	4	3
비유동부채	9	12	10	10	12
장기금융부채	0	0	0	0	2
기타비유동부채	9	12	10	10	10
부채총계	**66**	**94**	**111**	**96**	**78**
지배주주지분	60	58	60	59	54
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	23	23	23	23	23
이익잉여금	12	10	12	11	7
비지배주주지분(연결)	1	1	1	0	0
자본총계	**60**	**59**	**60**	**59**	**54**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**308**	**394**	**435**	**446**	**364**
매출원가	244	325	364	404	332
매출총이익	**64**	**70**	**71**	**41**	**31**
판매비 및 관리비	56	67	67	40	34
영업이익	**8**	**2**	**3**	**1**	**-3**
(EBITDA)	11	5	7	5	3
금융손익	-1	-1	-1	-1	-1
이자비용	1	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	1	1	1	0
세전계속사업이익	**8**	**2**	**3**	**2**	**-3**
계속사업법인세비용	0	1	1	1	0
계속사업이익	8	2	2	1	-4
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**8**	**2**	**2**	**1**	**-4**
지배주주	9	2	2	1	-4
총포괄이익	**8**	**2**	**2**	**1**	**-4**
매출총이익률 (%)	21	18	16	9	9
영업이익률 (%)	3	1	1	0	-1
EBITDA 마진률 (%)	3	1	2	1	1
당기순이익률 (%)	2.7	0.5	0.5	0.3	-1.0
ROA (%)	6.8	1.3	1.3	0.8	-2.5
ROE (%)	15.0	3.2	3.7	2.3	-6.4
ROIC (%)	10.9	3.4	3.6	1.1	-3.3

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**22**	**-19**	**6**	**-4**	**-1**
당기순이익(손실)	8	2	2	1	-4
비현금수익비용가감	4	7	9	9	11
유형자산감가상각비	2	3	3	4	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	0	0	0
영업활동 자산부채변동	9	-27	-3	-12	-8
매출채권 감소(증가)	14	-43	-8	0	7
재고자산 감소(증가)	0	-5	-10	5	9
매입채무 증가(감소)	-4	19	21	-17	-20
기타자산, 부채변동	-1	2	-5	-1	-4
투자활동 현금	**-4**	**-6**	**-3**	**-4**	**-2**
유형자산처분(취득)	-5	-4	-5	-5	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	2	1
기타투자활동	1	-2	2	-1	0
재무활동 현금	**-6**	**18**	**5**	**2**	**0**
차입금의 증가(감소)	-4	19	6	4	1
자본의 증가(감소)	-1	-2	-1	-2	-1
배당금의 지급	1	2	1	2	1
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**12**	**-8**	**7**	**-6**	**-3**
기초현금	5	17	9	17	11
기말현금	17	9	17	11	8

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	23.1	69.3	47.8	56.1	(17.1)
P/B	3.6	2.4	1.9	1.4	1.2
EV/EBITDA	19.1	27.4	15.7	17.8	30.0
P/CF	16.7	15.4	10.1	8.3	8.7
배당수익률 (%)	0.8	0.9	1.6	0.7	0.0
성장성 (%)					
매출액	461.1	609.6	n/a	2.6	-18.4
영업이익	548.1	82.8	n/a	-73.7	적전
세전이익	-85.4	-95.8	n/a	-50.6	적전
당기순이익	-10.0	-80.8	n/a	-44.0	적전
EPS	n/a	n/a	n/a	-37.3	적전
안정성 (%)					
부채비율	108.9	159.0	184.5	161.4	143.7
유동비율	154.5	133.8	125.8	126.6	127.0
순차입금/자기자본(x)	0.0	0.0	0.0	2.6	16.8
영업이익/금융비용(x)	15.9	3.6	5.5	1.4	-3.7
총차입금 (십억원)	11	14	14	14	17
순차입금 (십억원)	-11	0	-6	2	9
주당지표(원)					
EPS	154	34	39	25	-66
BPS	996	972	995	985	903
CFPS	214	153	184	165	129
DPS	30	20	30	10	n/a

자료: 에넥스, 이베스트투자증권 리서치센터

금호산업 (002990)

2021. 2. 23 | 건설/건자재

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

공공 하면 금호

Buy (upgrade)

목표주가 11,000 원
현재주가 8,860 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

우량한 실적 고공 행진의 지속

금호산업의 4Q20 매출액은 5,486억원으로 전년동기대비 34.0% 증가, 영업이익은 225억원으로 전년동기대비 30.2% 증가하는 호실적을 기록했다. 실적 호조의 주요 원인은 고마진 주택 사업부문의 본격적인 매출 성장에 기인한다. 반면 순이익의 경우는 54억원으로 전년동기대비 50.1% 감소하며 개선된 영업이익 대비 다소 아쉬운 수준을 기록했는데, 이는 양산주상복합 사이트에서 시행사 대여금 손실을 71억원 가량 반영했기 때문이다. 이미 3분기에도 공정위 과징금 관련 152억원 영업외손실을 반영했기 때문에, 2020년 대비 기저 효과로 인해 2021년 EPS 성장성이 더욱 부각될 전망이다.

분양 공급의 경우 2020년 4,170세대를 공급했으며, 2021년에는 6,531세대의 분양 공급이 예정되어 있어 추가 성장성이 확보될 예정이다. 이미 주택부문 수주잔고는 4.4조원 수준으로 향후 실적 성장의 근거가 된다. 장기적으로 착공 사이트 증가에 따른 규모의 경제 효과로 주택 마진 개선 역시 기대해볼 수 있겠으나, 추정치에는 다소 보수적으로 마진율을 고려하였다.

Peer와의 밸류에이션 격차 확대, 투자의견 Buy로 상향

정부의 공급 확대 정책을 통해 LH, SH향 공공 발주 익스포져가 높은 금호산업의 직관적인 수혜가 기대된다. 코로나19로 인해 제주, 김해와 같은 신공항 모멘텀은 소멸되었지만, LH발주량이 공격적으로 확대되고 있기 때문에 금호산업의 수주 저변이 넓어질 것으로 기대된다. 3기 신도시의 연내 사전청약이 예정되어 있기 때문에, 금호산업의 주택 및 건축 수주 성장성은 쉽게 사그러들지 않을 전망이다.

정부의 공급 규제 완화 기대감 및 건설사들의 펀더멘탈 개선에 따라 Peer 건설사의 PER이 7.5X 수준까지 상승한데 반해, 금호산업의 2021년 예상 순이익 기준 PER은 여전히 4X 수준에 머물러 있어 저평가가 심화되고 있다. 업종 평균 PER에서 25%를 할인 적용하여 목표배수를 5.6X로 보수적으로 설정하여도, 종가 기준 Upside가 24.2% 가량 산정된다. 투자의견을 Hold에서 Buy로 상향, 목표주가를 기존 8,000원에서 11,000원으로 상향한다. 밸류에이션 키맞추기에 따른 Trading Buy 전략을 추천한다.

Stock Data

KOSPI (2/22)		3,079.75 pt
시가총액		3,246 억원
발행주식수		36,634 천주
52 주 최고가 / 최저가		10,600 / 4,360 원
90 일 일평균거래대금		50.23 억원
외국인 지분율		2.9%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		11,952 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.4%
	6 개월	-7.2%
	12 개월	-41.6%
주주구성	금호고속 (외 6 인)	48.0%
	자사주 (외 1 인)	2.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,598	55	12	12	323	흑전	58	35.7	7.9	1.1	3.2
2020P	1,830	81	33	32	879	172.6	85	10.0	3.8	0.7	7.9
2021E	2,046	110	92	74	2,036	131.5	113	4.3	2.6	0.7	16.0
2022E	2,262	143	127	101	2,792	37.1	147	3.2	1.4	0.6	19.1
2023E	2,384	170	154	123	3,391	21.5	174	2.6	0.4	0.5	19.7

자료: 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 금호산업 Multiple에 따른 목표주가 재산정

	2019	2020P	2021E	2022E
EPS (원)	323	879	2,036	2,792
EPS Growth (%)	*흑전*	*172.6*	*131.5*	*37.1*
PER (X)	35.7	10.0	4.3	3.2
Target EPS (원)	2,036	2020~2021E EPS		
Target PER (X)	5.6	건설주 평균 PER 7.5X에서 25% 할인		
목표주가 (원)	11,000			
현재주가 (원, 2/22)	8,860			
Upside (%)	24.2			
기존목표주가 (원)	8,000			
변동률 (%)	37.5			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 금호산업 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2020P	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,830	2,046	2,262	357	434	490	549	423	511	535	577
토목	592	609	589	134	149	149	160	134	162	152	160
건축	571	552	608	106	132	160	173	120	135	145	151
주택	653	874	1,058	113	149	179	212	166	210	235	263
해외	14	12	7	4	4	2	4	3	5	2	2
Sales Growth (YoY %)	*14.5*	*11.8*	*10.6*	*14.6*	*-3.7*	*15.0*	*34.0*	*18.5*	*17.8*	*9.2*	*5.1*
토목	*-5.2*	*2.9*	*-3.2*	*23.6*	*-25.6*	*-11.1*	*8.1*	*-0.0*	*8.8*	*2.2*	*0.3*
건축	*5.0*	*-3.4*	*10.2*	*-7.1*	*-5.7*	*10.1*	*19.9*	*13.3*	*2.1*	*-9.1*	*-12.6*
주택	*55.4*	*33.8*	*21.1*	*30.2*	*41.2*	*61.4*	*81.1*	*46.7*	*40.5*	*31.3*	*24.3*
Sales Growth (QoQ %)				*-12.8*	*21.6*	*12.9*	*12.0*	*-22.9*	*20.9*	*4.7*	*7.7*
토목				*-9.1*	*11.0*	*-0.1*	*7.3*	*-16.0*	*20.8*	*-6.1*	*5.3*
건축				*-26.3*	*24.1*	*21.2*	*8.3*	*-30.4*	*11.8*	*7.9*	*4.1*
주택				*-3.3*	*32.1*	*20.1*	*18.0*	*-21.6*	*26.5*	*12.2*	*11.7*
매출총이익률 (%)	*8.4*	*9.2*	*9.9*	*9.6*	*8.8*	*8.0*	*7.6*	*8.3*	*8.8*	*9.4*	*9.9*
토목	*4.2*	*4.5*	*4.6*	*4.8*	*5.8*	*2.8*	*3.6*	*4.3*	*4.6*	*4.6*	*4.4*
건축	*4.4*	*4.9*	*5.6*	*7.1*	*2.7*	*5.6*	*2.8*	*4.0*	*4.4*	*5.4*	*5.7*
주택	*15.5*	*15.3*	*15.5*	*15.0*	*17.3*	*14.7*	*15.0*	*15.0*	*15.2*	*15.3*	*15.4*
영업이익	81	110	143	17	18	24	23	16	26	31	36
영업이익률 (%)	*4.4*	*5.4*	*6.3*	*4.7*	*4.2*	*4.9*	*4.1*	*3.8*	*5.0*	*5.9*	*6.3*
(YoY %)	*46.0*	*35.2*	*30.6*	*143.6*	*24.8*	*42.4*	*30.2*	*-3.0*	*41.4*	*31.9*	*61.9*
순이익	32	74	101	11	11	4	5	9	17	21	26
순이익률 (%)	*1.7*	*3.6*	*4.5*	*3.1*	*2.5*	*0.9*	*1.0*	*2.2*	*3.3*	*4.0*	*4.6*
(YoY %)	*172.6*	*131.5*	*37.1*	*흑전*	*-37.7*	*-63.1*	*-50.1*	*-18.4*	*53.4*	*393.7*	*391.7*

자료: 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터

금호산업 (002990)

재무상태표

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,014	708	868	1,016	1,184
현금 및 현금성자산	78	110	127	211	333
매출채권 및 기타채권	382	458	561	620	653
재고자산	118	76	93	115	126
기타유동자산	436	65	88	70	72
비유동자산	323	789	766	786	793
관계기업투자등	271	777	752	773	780
유형자산	39	4	3	3	3
무형자산	13	9	11	10	10
자산총계	**1,337**	**1,497**	**1,634**	**1,803**	**1,977**
유동부채	763	710	778	848	902
매입채무 및 기타재무	354	400	443	486	509
단기금융부채	138	22	20	18	16
기타유동부채	272	288	315	344	377
비유동부채	198	353	366	381	398
장기금융부채	89	93	98	103	108
기타비유동부채	109	260	268	278	290
부채총계	**961**	**1,063**	**1,144**	**1,229**	**1,299**
지배주주지분	376	434	490	573	678
자본금	182	182	182	182	182
자본잉여금	50	50	50	50	50
이익잉여금	202	216	271	355	460
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**376**	**434**	**490**	**573**	**678**

손익계산서

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,598**	**1,830**	**2,046**	**2,262**	**2,384**
매출원가	1,482	1,676	1,859	2,037	2,133
매출총이익	**116**	**153**	**188**	**225**	**251**
판매비 및 관리비	60	72	78	81	81
영업이익	**55**	**81**	**110**	**143**	**170**
(EBITDA)	58	85	113	147	174
금융손익	-10	-8	-7	-6	-6
이자비용	10	9	8	8	7
관계기업등 투자손익	-38	-24	-10	-10	-10
기타영업외손익	4	-17	0	0	0
세전계속사업이익	**12**	**33**	**92**	**127**	**154**
계속사업법인세비용	0	1	18	25	31
계속사업이익	12	32	74	101	123
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**12**	**32**	**74**	**101**	**123**
지배주주	12	32	74	101	123
총포괄이익	**14**	**30**	**72**	**99**	**121**
매출총이익률 (%)	7.2	8.4	9.2	9.9	10.5
영업이익률 (%)	3.5	4.4	5.4	6.3	7.1
EBITDA 마진률 (%)	3.7	4.6	5.5	6.5	7.3
당기순이익률 (%)	0.7	1.7	3.6	4.5	5.2
ROA (%)	0.9	2.3	4.7	5.9	6.5
ROE (%)	3.2	7.9	16.0	19.1	19.7
ROIC (%)	12.7	17.2	18.6	24.8	31.3

현금흐름표

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**62**	**239**	**173**	**238**	**277**
당기순이익(손실)	12	32	74	101	123
비현금수익비용가감	90	114	96	96	96
유형자산감가상각비	6	6	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	83	107	93	93	93
영업활동 자산부채변동	-39	93	3	41	58
매출채권 감소(증가)	-32	-76	-103	-59	-33
재고자산 감소(증가)	2	43	-17	-22	-11
매입채무 증가(감소)	-89	46	44	43	23
기타자산, 부채변동	80	80	80	80	80
투자활동 현금	**3**	**-12**	**-18**	**-15**	**-17**
유형자산처분(취득)	28	-125	-3	-3	-3
무형자산 감소(증가)	0	4	-2	1	0
투자자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
기타투자활동	-23	111	-11	-11	-11
재무활동 현금	**-29**	**-195**	**-138**	**-138**	**-138**
차입금의 증가(감소)	58	-107	-10	-10	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-18	-18	-18	-18
기타재무활동	-70	-70	-110	-110	-110
현금의 증가	**36**	**32**	**17**	**85**	**122**
기초현금	42	78	110	127	211
기말현금	78	110	127	211	333

주요 투자지표

	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	35.7	10.0	4.3	3.2	2.6
P/B	1.1	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.9	3.8	2.6	1.4	0.4
P/CF	4.1	2.2	1.9	1.6	1.4
배당수익률 (%)	4.3	5.7	5.7	5.7	5.7
성장성 (%)					
매출액	16.1	14.5	11.8	10.6	5.4
영업이익	31.3	46.4	35.2	30.6	18.5
세전이익	-20.7	169.2	183.9	37.1	21.5
당기순이익	흑전	172.6	131.5	37.1	21.5
EPS	흑전	172.6	131.5	37.1	21.5
안정성 (%)					
부채비율	255.2	244.8	233.6	214.5	191.6
유동비율	132.9	99.8	111.6	119.8	131.3
순차입금/자기자본(x)	13.1	1.7	-4.0	-19.9	-36.3
영업이익/금융비용(x)	5.5	8.9	13.0	18.7	24.6
총차입금 (십억원)	127	117	107	97	87
순차입금 (십억원)	49	7	-20	-114	-246
주당지표(원)					
EPS	323	879	2,036	2,792	3,391
BPS	10,012	11,708	13,189	15,507	18,383
CFPS	2,824	4,052	4,713	5,467	6,069
DPS	500	500	500	500	500

자료: 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터

한독크린텍(256150)

2021. 2. 23 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

보장된 성장에 원가절감을 더하다

Buy(initiate)

목표주가 40,000 원
현재주가 27,750 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

정수기용 카본블록 필터 M/S 52%

소형 주방가전 중 인테리어와 미관에 가장 큰 영향을 미치는 아이템은 단연 정수기다. 정수기는 사용주기가 빈번하고 건강관리와 직결된 가전으로 대형가전 업체의 이사/혼수 패키지에서도 반드시 포함되는 품목 중 하나다. 렌탈 업체 입장에서도 정수기는 필터관리 정기서비스 유지계약을 통해 고객과의 접점을 유지 시켜주는 필수 아이템이기 때문이다. 동사 주요고객은 코웨이, 쿠쿠홈시스, LG전자, SK 매직 등 국내 대부분의 정수기 업체이며, 시장점유율은 52%로 1위 이다.

자동화라인 증설과 삼성전자 비스포크 정수기 론칭

동사는 2018년부터 자동화라인 도입으로 공정효율화를 통한 원가절감을 실현 중이다. 자동화라인은 기존 반자동라인 대비 약 50% 높은 월 생산능력을 보유한 동시에 카본블록 수율이 높아 원가 절감 효과가 가능하다. 한독크린텍 매출총이익률은 2019년 21% → 2020년 23% → 2021년 예상 24%이다.

2021년에는 신규고객사로 국내 가전 대기업 삼성전자가 출시하는 비스포크 브랜드 정수기로 매출액이 발생한다. 비스포크 정수기는 물 데이터를 자동으로 파악해 필터 사용량이 95%가 되면 소비자의 스마트폰으로 필터 교체 시기임을 알려주는 시스템을 적용했다. 렌탈 시장 후발 주자이지만 가전 대기업 브랜드 가치를 내세워 렌탈 시장 2위에 올라선 LG전자의 케이스를 감안하면 비스포크 정수기 신규 론칭 가치는 매우 높다.

보장된 성장성을 감안한 적정 PER은 15배

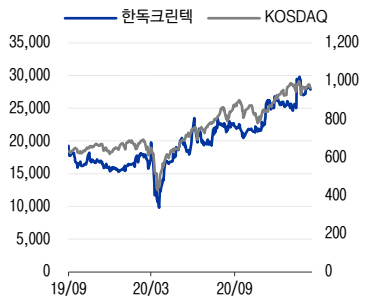
향후 정수기 시장은 주택공급 물량 확대에 따른 신규설치 수요와 교체수요로 고성장세가 유지 가능할 전망이다. 동사는 필터시장 M/S 52%의 1위 업체로 향후에도 시장성장에 따른 보장된 성장이 가능하다. 소모품 매출 특성인 주기적 교체수요와 시장성장에 기인한 2021년 예상 매출액은 696억원(+14% yoy)이다. 자동화라인 증설효과로 영업이익률은 전년동기대비 +2%p 개선된 17%가 가능할 전망이다.

동사 2021F PER은 10배로 2018~2021F 매출액 CAGR +21%, 영업이익 CAGR +35%로 높은 성장성 대비 저평가되어 있다. 매분기 이익 성장을 확인하면서 적정 PER 15배로의 밸류에이션 리레이팅이 가능하다는 판단이다.

Stock Data

KOSDAQ (2/22)		954.29 pt
시가총액		1,135 억원
발행주식수		4,091 천주
52 주 최고가 / 최저가		29,850 / 9,810 원
90 일 일평균거래대금		11.0 억원
외국인 지분율		1.9%
배당수익률(20.12E)		0.7%
BPS(20.12E)		9,976 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-1.4%
	6 개월	7.7%
	12 개월	7.8%
주주구성	박순덕 (외 4 인)	41.1%
	자사주 (외 1 인)	7.0%
	에셋플러스자산 (외 1 인)	5.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	39.6	4.9	4.9	4.2	n/a	n/a	6	n/a	0.4	n/a	29.8
2019	48.4	6.1	5.7	4.8	1,381	n/a	7	11.3	7.6	2.0	20.4
2020P	61.0	9.4	9.6	8.0	2,314	67.5	11	12.0	9.4	2.8	22.4
2021E	69.6	12.1	12.2	10.4	2,929	26.6	14	9.5	7.0	2.3	22.8
2022E	81.4	14.9	15.0	12.8	3,598	22.8	17	7.7	5.5	1.8	22.6

자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

한독크린텍은 2003년 설립된 정수기용 카본 필터 전문 생산업체다. 동사는 1989년 국내 최초로 카본블록 필터 압축기술을 도입했다. 카본블록 필터는 모든 정수기에 필수적으로 사용된다. 최대주주는 27% 지분을 보유한 박순덕(고인선 대표의 배우자)이며, 12%를 보유한 고인선 대표가 2대 주주이다.

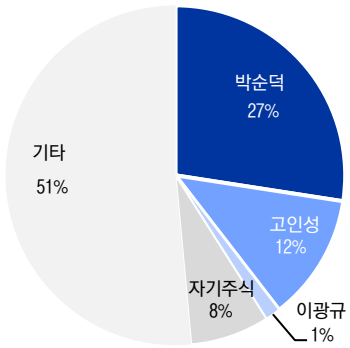
2019년 기준 매출액 비중은 정수기 97%, 에어필터 3%이며, 주요 고객은 코웨이, 쿠쿠홈시스, LG전자, SK매직 등 국내 대부분의 정수기 업체이다. 기존 고객 외 신규고객 확보와 주기적인 필터교체 수요로 2015~2020년 매출액 CAGR +29%를 기록 중이며, 국내 카본블록 필터 시장점유율은 약 52%이다.

그림115 주요연혁

시기	주요연혁
2003.11	㈜한독크린텍 설립
2007.03	고성능 카본블록 필터 제조방법 특허 획득
2014.03	대전 공장 증설
2016.02	공기정화용 카본블록 필터 제조방법 특허 등록
2018.06	휴대용 정수기 특허 등록
2018.09	LG 전자 업소용 중금속 제거 필터 개발
2019.11	공장 증설, 건물 증축
2019.09	코스닥 상장

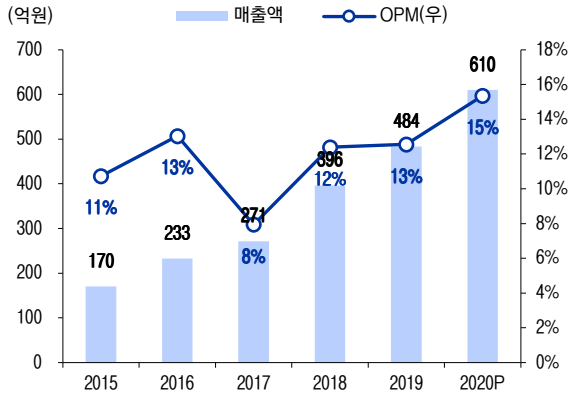
자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 주요 주주 현황



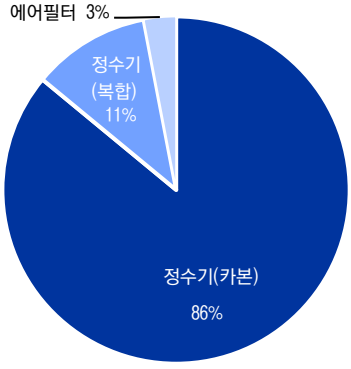
자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 한독크린텍 매출액과 영업이익률 추이



자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 부문별 매출액 점유율(2019 년 기준)



자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

현재 표준적인 우리나라 정수기 필터는 4가지로 이루어져 있다. 세디멘트 필터는 물 속의 입자가 큰 먼지, 흙 등을 거르는 역할, 프라카본은 중금속과 잔류 염소 제거, 포스트카본은 유기화학물질은 제거하는 역할을 한다. 한독크린텍은 그 중 카본필터를 전문으로 생산하는 업체이다.

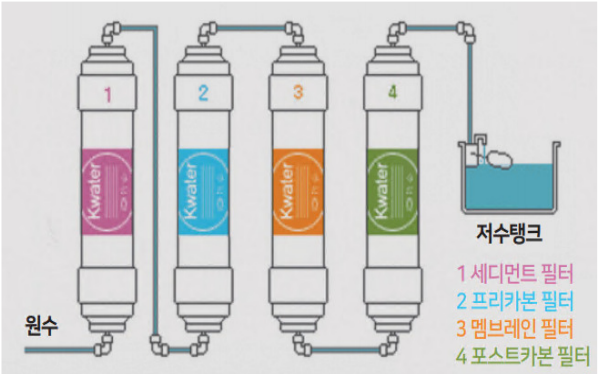
1989년 한독크린텍은 압축방식 카본블록 공법을 도입했다. 압축방식은 고분자 폴리에틸렌과 분말활성탄을 혼합해 금형에 채우고 압축한 뒤 열처리를 가해 생산한다. 압출방식 대비 정수능력과 통수량이 우수하다. 2018년부터는 자동화라인 도입으로 공정효율화를 통한 원가절감을 실현 중이다.

표16 압축과 압출 카본블록 필터 구분

구분	압축 카본블록 필터	압출 카본 블록 필터
주원료	분말활성탄, 초고분자량 폴리에틸렌 바인더	분말활성탄, 저분자 폴리에틸렌 바인더
주요공정	원료 충진 → 압축 → 열처리 → 분리 → 절단	원료 열처리 → 압축 → 절단
장점	높은 정수 성능 및 통수량	저가
단점	고가	제한적 정수 성능

자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 정수기 필터 구조



자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

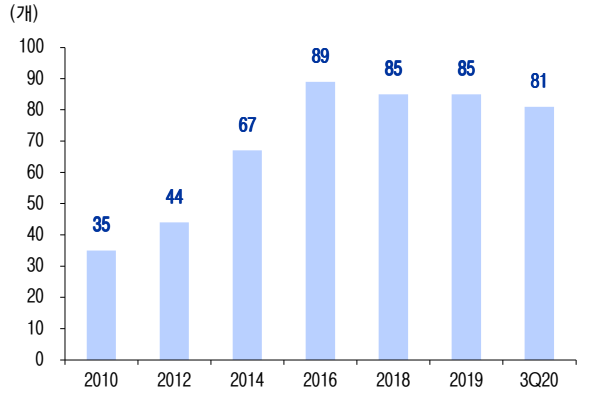
그림120 한독크린텍 생산 정수기용 카본블록 필터

자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 국내 주요 정수기 업체 고객

자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 한독크린텍 거래고객사 수 추이



자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망과 Valuation

한독크린텍에 대해 투자의견 매수와 목표주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS에 Target PER 14x를 적용해 산출했다. Target PER은 국내 렌탈 1위 사업자이자 동사 주 고객인 코웨이의 PER을 적용했다.

2021년 매출액 696억원(+14% yoy), 영업이익 121억원(+29% yoy)을 전망한다. 동사는 주기적인 필처교체 수요로 안정적인 매출액이 발생하고 있으며, 주 고객사의 해외진출로 2019년 +22%, 2020년 +26%의 높은 매출액 성장률을 기록 중이다. 2021년은 자동화라인 추가 도입으로 추가적인 수익성 개선이 예상되는 동시에 국내 가전 대기업 삼성 비스포크 정수기가 신규고객으로 유입됨에 따라 중장기적인 매출액 성장이 기대되는 상황이다.

표17 PER 목표주가 산출

	2019	2020P	2021E	2022E
EPS(원)	1,381	2,314	2,929	3,598
발행주식수(천주)	4,091	4,091	4,091	4,091
Target Per(x)		14	14	14
적정 시가총액 (억원)		1,088	1,414	1,741
현재주가 (원)			27,850	
목표주가 (원)		31,000	**40,000**	49,000
상승여력		11%	**44%**	76%

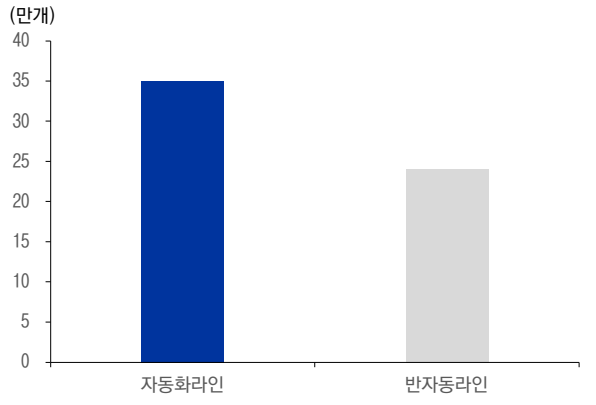
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 Peer Valuation 테이블

	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
한독크린텍	**1,139**	**484**	**6,015**	**6,699**	**13**	**15**	**17**	**11**	**10**	**8**
코웨이	50,405	30,189	1,187	1,393	15	19	18	21	15	14
쿠쿠홈시스	8,874	6,637	7,825	9,230	18	20	20	15	10	8
평균					**17**	**19**	**19**	**18**	**11**	**10**

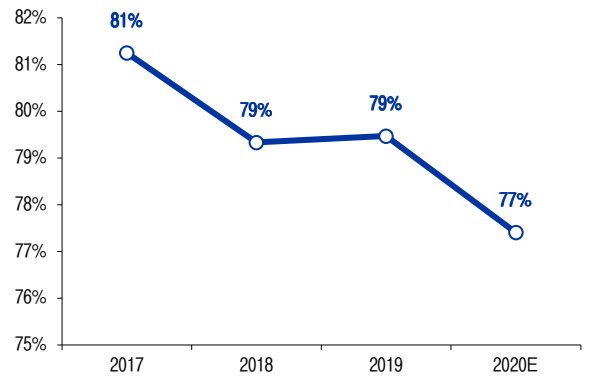
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 한독크린텍 라인별 월 생산능력



자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 한독크린텍 매출원가율 추이



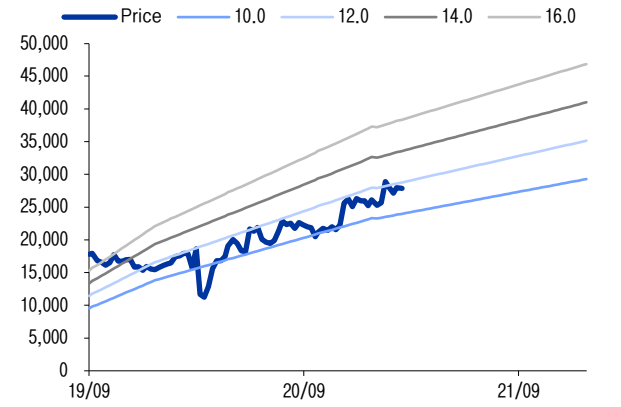
자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 한독크린텍 실적 테이블

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	108	123	124	128	136	154	178	142	396	484	610	696	814
% yoy					*26%*	*25%*	*43%*	*11%*	*46%*	*22%*	*26%*	*14%*	*17%*
매출총이익	**22**	**27**	**27**	**24**	**27**	**34**	**45**	**-**	**82**	**99**	**138**	**170**	**-**
% sales	***20%***	***21%***	***22%***	***19%***	***20%***	***22%***	***25%***	***-***	***21%***	***21%***	***23%***	***24%***	***-***
판관비	11	9	8	11	11	10	11	-	33	39	44	49	-
% yoy					*8%*	*6%*	*6%*	*-*	*8%*	*8%*	*7%*	*7%*	*-*
% sales	*10%*	*8%*	*7%*	*8%*	*1%*	*8%*	*30%*	*-*	*12%*	*18%*	*14%*	*12%*	*-*
영업이익	**11**	**17**	**19**	**14**	**17**	**24**	**34**	**18**	**49**	**61**	**94**	**121**	**149**
% yoy					***51%***	***40%***	***85%***	***34%***	***128%***	***24%***	***54%***	***29%***	***23%***
% sales	***10%***	***14%***	***15%***	***11%***	***12%***	***15.7%***	***19%***	***13%***	***12%***	***13%***	***15%***	***17%***	***18%***
세전이익	11	17	15	13	19	24	34	18	49	57	72	122	150
법인세	1	2	3	3	1	4	7	7	7	9	7	19	23
% sales	*7%*	*13%*	*16%*	*19%*	*7%*	*18%*	*21%*	*38%*	*14%*	*14%*	*7%*	*16%*	*16%*
당기순이익	10	15	12	11	18	20	27	13	42	48	78	104	128
% yoy					*72%*	*32%*	*128%*	*23%*	*73%*	*15%*	*62%*	*34%*	*24%*
% sales	*10%*	*12%*	*9%*	*8%*	*13%*	*13%*	*15%*	*9%*	*11%*	*10%*	*13%*	*15%*	*16%*

자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 한독크린텍 12M FWD PER



자료: Fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 한독크린텍 12M FWD PBR

자료: Fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

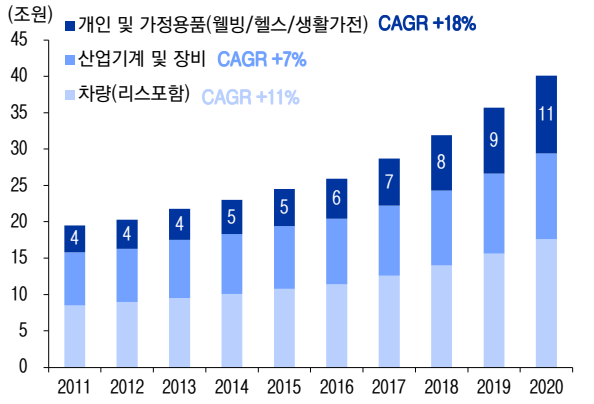
가전렌탈시장 성장과 기본이 되는 정수기

요즘에는 TV 홈쇼핑에서 가전업체들의 렌탈 편성을 쉽게 볼 수 있다. 경험과 서비스를 중시하는 소비 트렌드가 확산되면서 렌탈시장 성장이 지속되고 있기 때문이다. 2020년 기준 국내 렌탈시장 규모는 40조원(2016~2020년 CAGR +12%)으로 추산된다. 렌탈시장 내 비중이 가장 큰 부문은 차량이지만, 성장성에서는 개인 및 가정용 가전시장이 가장 빠른 것으로 나타났다.

여러 가전 품목 중에서도 렌탈 업체들의 공통 품목이 되는 것은 정수기다. 정수기는 렌탈시에 필터교체라는 관리형 서비스가 필수적으로 동반되기 때문이다. 정수기는 렌탈 소유권이 고객에게 넘어간 시점 이후에도 정기서비스 유지계약을 통해 고객과의 접점을 유지시켜 준다. 정기서비스 비용은 통상 1년에 15만원 수준이다.

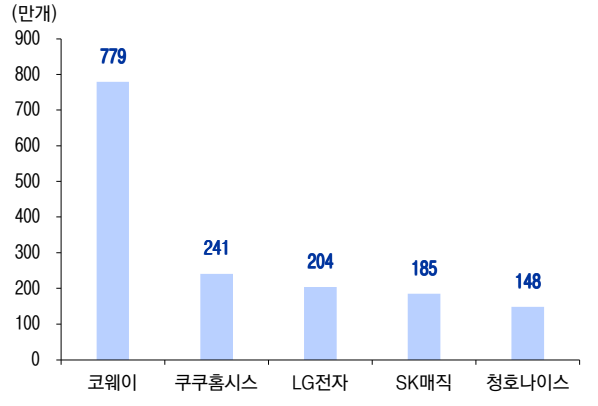
소비자 입장에서도 정수기는 인테리어를 중시하는 소형가전 선호도가 올라가고, 최근 환경에 대한 관심 증가, 집에서 보내는 시간 확대에 따라 점차 생활필수품으로 자리잡고 있다. 아파트 입주와 매매가 급증했던 2017~2018년 당시 정수기 판매량은 연간 +10% 이상 고성장 했다.

그림127 우리나라 렌탈 시장규모 추이



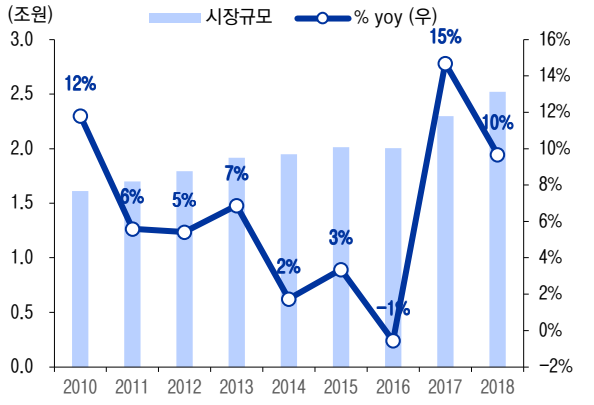
자료: 환경부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 국내 Top5 렌탈 사업자 계정수 (2019 기준)



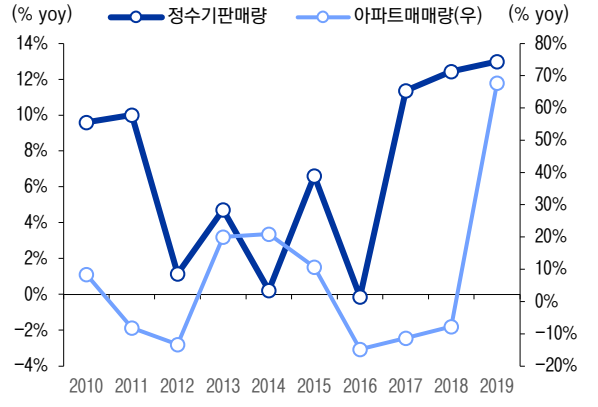
자료: 각 사, 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 우리나라 정수기 시장 규모



자료: 환경부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 우리나라 정수기판매량과 아파트매매 추이



자료: 환경부, 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 카본블록 필터 시장점유율 1위

한독크린텍 주력 제품인 카본블록 필터는 정수기 종류와 무관하게 모든 정수기에 필수적으로 부착되고 있다. 카본블록 필터는 물 속 염소, 유기화합물, 중금속, 냄새 등을 제거하고 물 맛을 개선하는 데 있어 핵심 기능을 수행한다. 동사가 제조하는 카본블럭 필터는 압축제조 특허기술을 바탕으로 경쟁제품 대비 우수한 통수량 및 정수성능을 인정받고 있다.

카본블록 필터는 가정용 정수기 1대당 연간 3개(프리카본 연 2회, 포스트카본 연 1회)의 교체수요가 발생하는데, 2018년 동사 카본블록 필터 생산실적 기준 동사가 케어 가능한 정수기 사용 가구수는 약 648만 가구이다. 참고로, 2014~2018년 우리나라 정수기 판매대수는 연평균 212만대, 5년 누적 1,062만대이다.

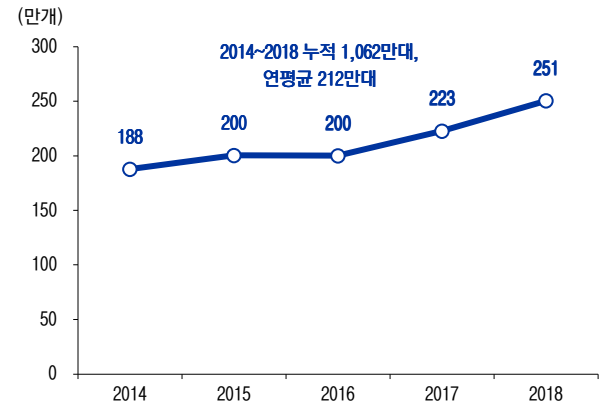
2018년에는 생산효율성 향상을 위해 처음으로 자동화라인을 도입했다. 자동화라인은 기존 반자동라인 대비 약 50% 높은 월 생산능력을 보유한 동시에 카본블록 수율이 높아 원가 절감 효과가 가능하다. 2020년 말 기준 자동화라인 수는 3개 이며, 2021년 상반기 기준 4개로 확대될 예정이다.

표20 한독크린텍 생산실적 기준 커버 가능한 정수기 사용 가구수 추정

(만개, 개)	2010	2012	2014	2016	2018
(A) 동사 필터 생산실적 (만개)	500	700	1,000	1,400	1,944
(B) 연간 필요한 렌탈정수기 카본필터 교체수 (개)	3	3	3	3	3
(A/B) 동사 커버 가능 정수기 사용 가구수 (만 가구)	167	233	333	467	648

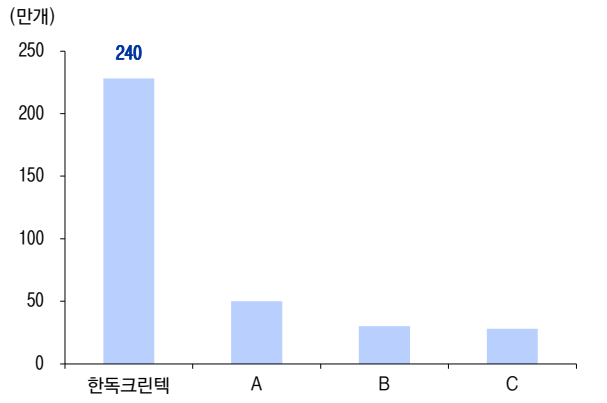
자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 우리나라 연간 정수기 판매량



자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 경쟁사와의 월 생산량 비교 (경쟁 자회사)



자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 국내 주요 정수기 제조업체 정수기와 연간 교체 필터 수

제조사	모델명	월 렌탈료	약정기간	연간 교체 필터 수
코웨이	아이콘정수기	27,900원	6년	6개
쿠쿠홈시스	무빙코크	38,900원	5년	4개
LG전자	퓨리케어	29,900원	5년	6개
SK매직	직수정수기	28,710원	5년	4개
평균		31,000원	5년	5개

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

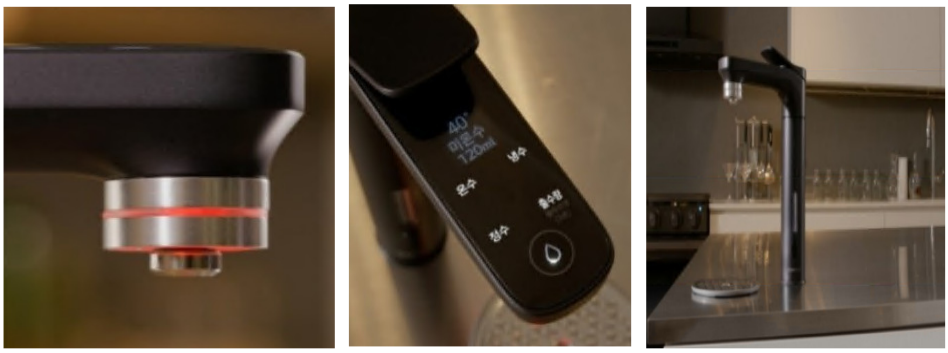
국내 정수기 업체의 해외시장 진출

동사는 2012년부터 자체발굴 해외 고객사에 필터를 납품해 왔다. 최근에는 한독크린텍 주요 고객사들이 해외진출 전략을 본격화함에 따라 간접 수출 매출액이 확대되고 있다. 동사는 해외 수출에 필요한 물마크는 한국의 KC마크, 미국 NSF, 중국 MA, 중동 할랑 인증 등을 보유 중이며, 고객사와 협업하여 동반으로 인증을 획득하고 있다.

실제로 동사 Top 3 고객에 포함되어 있는 쿠쿠와 코웨이의 렌탈 계정 성장성은 해외에서 비롯된다. 2016~2019년 코웨이와 쿠쿠홈시스 해외계정수는 각각 CAGR +43%, +182% 증가했다. LG는 해외 계정수가 공개되어 있지 않지만, 인도에서 높은 브랜드 인지도를 바탕으로 사업을 영위 중이다.

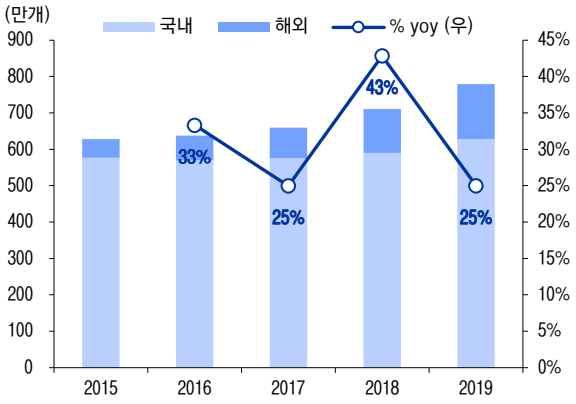
2021년에는 신규고객사로 삼성전자의 비스포크 브랜드 정수기가 추가된다. 비스포크 정수기는 물 사용량 데이터를 자동으로 파악해 필터 사용량이 95%가 되면 소비자의 스마트폰으로 필터 교체 시기임을 알려주는 시스템을 적용했다. 정수기는 유럽, 북미에서 주로 채택하는 필터를 싱크대 내부에 두는 '언더싱크' 형태로 해외 시장 진출에 무게를 둔 것이라는 관측도 있다.

그림133 삼성전자가 출시 예정인 언더싱크 방식의 '비스포크 정수기'



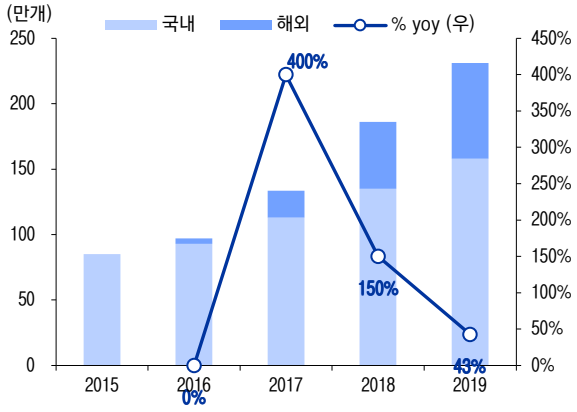
자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림134 코웨이 국내외 계정수와 증가율 추이



자료: 코웨이, 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 쿠쿠홈시스 국내외 계정수와 증가율 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

한독크린텍 (256150)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	10.2	22.3	25.7	29.7	35.7
현금 및 현금성자산	1.6	4.3	9.9	12.1	14.5
매출채권 및 기타채권	4.4	5.1	5.9	6.7	8.5
재고자산	4.1	5.8	5.7	6.5	8.2
기타유동자산	0.1	7.1	4.1	4.3	4.5
비유동자산	14.9	19.2	23.8	30.2	37.5
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	14.6	18.7	23.1	29.5	36.8
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	**25.1**	**41.5**	**49.4**	**59.8**	**73.2**
유동부채	8.2	8.9	6.8	7.4	8.6
매입채무 및 기타재무	2.9	3.3	3.8	4.3	5.4
단기금융부채	4.0	3.6	0.5	0.5	0.5
기타유동부채	1.3	2.0	2.5	2.6	2.7
비유동부채	0.9	1.4	1.8	1.9	2.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.9	1.4	1.8	1.9	2.0
부채총계	**9.1**	**10.3**	**8.6**	**9.3**	**10.6**
지배주주지분	15.9	31.2	40.8	50.5	62.5
자본금	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
자본잉여금	0.2	10.4	11.8	11.8	11.8
이익잉여금	16.1	20.6	27.9	37.6	49.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**15.9**	**31.2**	**40.8**	**50.5**	**62.5**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	**39.6**	**48.4**	**61.0**	**69.6**	**81.4**
매출원가	31.4	38.4	47.2	52.5	61.0
매출총이익	**8.2**	**9.9**	**13.8**	**17.0**	**20.3**
판매비 및 관리비	3.3	3.9	4.4	4.9	5.5
영업이익	**4.9**	**6.1**	**9.4**	**12.1**	**14.9**
(EBITDA)	5.9	7.2	10.7	14.0	17.2
금융손익	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
이자비용	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.4	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	**4.9**	**5.7**	**9.6**	**12.2**	**15.0**
계속사업법인세비용	0.7	0.9	1.6	1.9	2.3
계속사업이익	4.2	4.8	8.0	10.4	12.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**4.2**	**4.8**	**8.0**	**10.4**	**12.8**
지배주주	4.2	4.8	8.0	10.4	12.8
총포괄이익	**4.2**	**4.8**	**8.0**	**10.4**	**12.8**
매출총이익률 (%)	20.7	20.5	22.6	24.5	25.0
영업이익률 (%)	12.4	12.6	15.4	17.4	18.3
EBITDA 마진률 (%)	14.9	14.9	17.6	20.1	21.2
당기순이익률 (%)	10.5	9.9	13.2	14.9	15.7
ROA (%)	18.4	14.4	17.7	19.0	19.2
ROE (%)	29.8	20.4	22.4	22.8	22.6
ROIC (%)	25.2	24.7	30.9	33.1	32.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**2.8**	**5.3**	**10.0**	**11.3**	**12.9**
당기순이익(손실)	4.2	4.8	8.0	10.4	12.8
비현금수익비용가감	2.5	3.5	3.6	1.9	2.4
유형자산감가상각비	1.0	1.1	1.3	1.8	2.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.1	0.5	2.2	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-3.1	-2.1	-0.9	-1.0	-2.2
매출채권 감소(증가)	-1.4	-0.8	-0.8	-0.8	-1.8
재고자산 감소(증가)	-2.0	-1.8	0.0	-0.8	-1.7
매입채무 증가(감소)	0.8	0.4	0.4	0.5	1.1
기타자산, 부채변동	-0.5	-0.1	-0.5	0.1	0.1
투자활동 현금	**-2.0**	**-12.7**	**-2.8**	**-8.4**	**-9.8**
유형자산처분(취득)	-1.9	-5.7	-5.8	-8.2	-9.6
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.0	-7.0	3.0	-0.2	-0.2
기타투자활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-0.4**	**10.1**	**-1.6**	**-0.7**	**-0.7**
차입금의 증가(감소)	-0.4	-0.4	-3.1	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	10.5	1.5	-0.7	-0.7
배당금의 지급	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**0.4**	**2.7**	**5.6**	**2.2**	**2.4**
기초현금	1.3	1.6	4.3	9.9	12.1
기말현금	1.6	4.3	9.9	12.1	14.5

주요 투자지표

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	11.3	12.0	9.5	7.7
P/B	n/a	2.0	2.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	0.4	7.6	9.4	7.0	5.5
P/CF	n/a	7.6	9.6	9.3	7.5
배당수익률 (%)	n/a	1.3	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	46.0	22.0	26.2	14.0	17.0
영업이익	127.7	23.6	54.5	29.1	23.0
세전이익	67.0	16.2	69.8	27.4	22.8
당기순이익	72.7	15.3	67.5	29.1	22.8
EPS	n/a	n/a	67.5	26.6	22.8
안정성 (%)					
부채비율	57.3	33.0	21.1	18.5	17.0
유동비율	124.0	249.6	378.3	400.1	413.2
순차입금/자기자본(x)	14.6	-24.8	-33.0	-31.3	-29.4
영업이익/금융비용(x)	46.2	53.8	311.6	1,051.6	1,293.9
총차입금 (십억원)	4	4	1	1	1
순차입금 (십억원)	2	-8	-13	-16	-18
주당지표(원)					
EPS	n/a	1,381	2,314	2,929	3,598
BPS	4,833	7,753	9,976	12,343	15,289
CFPS	n/a	2,054	2,896	3,010	3,707
DPS	n/a	200	200	200	200

자료: 한독크린텍, 이베스트투자증권 리서치센터

대림B&Co(005750)

2021. 2. 23 | Mid-Small Cap

Bathroom Flex

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 5,550 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

이사하고 예쁘게 살고 싶은데, 화장실 리모델링은 못 참지

내 집이 아니더라도 깨끗하게 살고 싶다는 욕구가 커지고, 부동산 실수요 매매가 확대되면서 신축이 아닌 구축으로의 이사에는 욕실 등에 대한 리모델링은 필수가 되어가고 있다. 대림B&Co는 1966년 설립된 국내 욕실시장 시장점유율 40%의 1위 사업자다. 수주시장에서의 점유율도 1위를 기록하고 있으며, 2018년에는 홈인테리어 브랜드 '대림 디움'을 론칭하여 B2C 시장에 대응하고 있다.

가능성을 보여준 4Q20 실적

4Q20 대림B&Co 잠정 매출액은 622억원(+0% yoy), 영업이익 28억원(+129% yoy), 영업이익률 5%(+2.5%p yoy)를 기록했다. 과잉재고 소진 작업이 마무리되고, 공장 가동률이 상승하면서 높은 수익성 개선을 실현했다. 4Q20 매출총이익률은 24%로 최근 3년래 가장 높은 이익률 수준을 기록한 것으로 추정된다.

2019년 기준 동사 부문별 매출액 비중은 위생도기 24%, 기타(수전금구, 타일 등 기타 욕실 자재) 76%이다. 주요고객 매출액 비중은 현대, 삼성, 대림, GS, 대우, 롯데, 포스코 등 1군 건설사 비중이 약 30%, 기타 대리점, 온라인 비중이 70% 이다. 위생도기는 국내와 중국에서 각각 프리미엄과 중저가 라인을 생산하면서 다양한 가격대의 제품 커버리지를 보유하고 있다.

다시 FLEX 할 시간

2019~2020년은 분양 시장 침체로 매출액 역성장에 의한 수익성 하락이 불가피 했다. 매출액 성장 반전을 위해 동사는 2018년 B2C 종합 홈 인테리어 브랜드를 론칭했고, 대리점수는 50에서 200개로 확대됐다. 그러나 최근 부동산 정책 방향성이 공급 기조로 전환하고, B2C 시장을 대응하는 '대림 디움' 매출액이 꾸준히 증가하고 있다는 점을 감안하면 동사 실적은 2020년을 바닥으로 턴어라운드 가능성이 높다는 판단이다. 참고로 2013년~2015년 우리나라 연평균 분양물량이 +27% 증가할 때, 동사 매출액 CAGR은 +21%로 시장 성장과 동행했다.

Stock Data

KOSPI (2/22)		3,079.75 pt
시가총액		925 억원
발행주식수		16,672 천주
52 주 최고가 / 최저가		6,500 / 1,995 원
90 일 일평균거래대금		6.35 억원
외국인 지분율		1.7%
배당수익률(20.12E)		2.3%
BPS(20.12E)		9,350 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-7.1%
	6 개월	-20.1%
	12 개월	4.0%
주주구성	이해영 (외 10 인)	49.9%
	삼경프라자 (외 7 인)	7.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	209.1	14.3	10.7	7.4	500	18.3	20	16.7	9.1	0.8	5.2
2017	232.9	12.1	9.9	6.7	423	-15.4	18	15.1	8.6	0.7	4.5
2018	247.2	7.4	5.6	3.9	252	-40.3	14	21.6	10.0	0.6	2.6
2019	236.4	4.1	2.5	2.0	133	-47.2	13	40.8	12.0	0.6	1.4
2020P	232.9	1.7	-1.6	-1.7	-96	적전	11	-56.7	15.1	0.6	-1.0

자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

대림B&Co는 1966년 설립된 욕실 위생도기 및 기타 욕실 건자재 생산 업체다. 설립당시 정부투자법인형태로 설립되었다가, 대림산업이 인수하면서 '대림요업' 으로 상호를 변경, 1992년 코스피에 상장했다. 최대주주는 지분 33.4%를 보유한 이해영 회장이다.

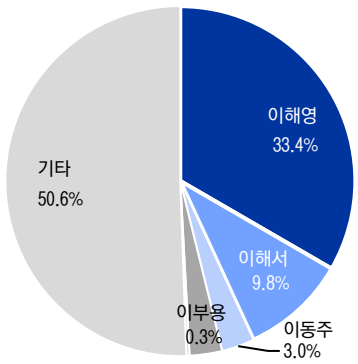
2019년 기준 부문별 매출액 비중은 위생도기 24%, 기타(수전금구, 타일 등 기타 욕실 자재) 76%이다. 주요고객 매출액 비중은 현대, 삼성, 대림, GS, 대우, 롯데, 포스코 등 1군 건설사 비중이 약 30%, 대리점과 기타 B2C 및 온라인 비중이 70% 이다. 시장점유율은 국내제조 위생도기 물량기준 40%로 1위 사업자다.

그림136 주요연혁

시기	주요연혁
1966	정부투자법인 '요업센타' 설립
1971	'대림요업' 상호변경, 국내최초 위생도기 KS 마크 획득
1992	제천 위생도기공장 준공, 코스피 상장
2008	'대림 B&Co'로 사명 변경
2010	논현동 쇼룸 오픈, 수전금구 및 렌탈서비스 론칭
2018	홈 리모델링 브랜드 '대림 디움' 론칭
2019	공식 온라인 쇼핑몰 '대림 디움몰' 론칭
2020	'올해의 욕실 인테리어 브랜드' 부문 5년 연속 1위

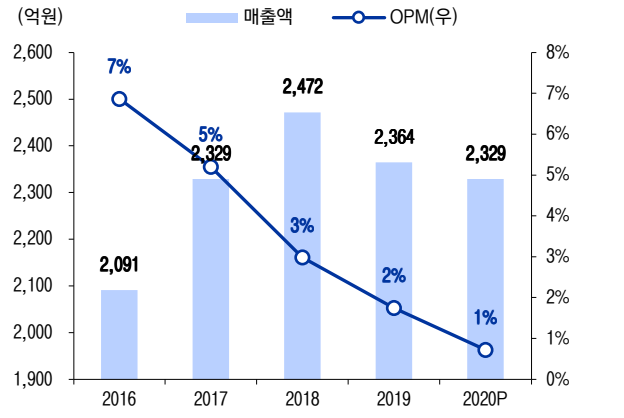
자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 주요 주주 현황



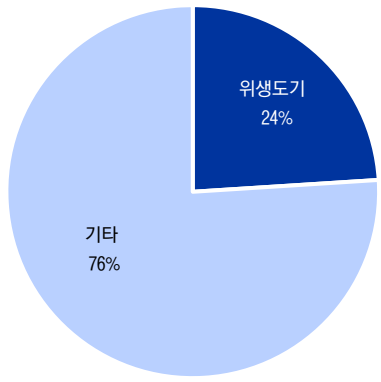
자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 매출액과 영업이익률 추이



자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 부문별 매출액 점유율(2019년 기준)



자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

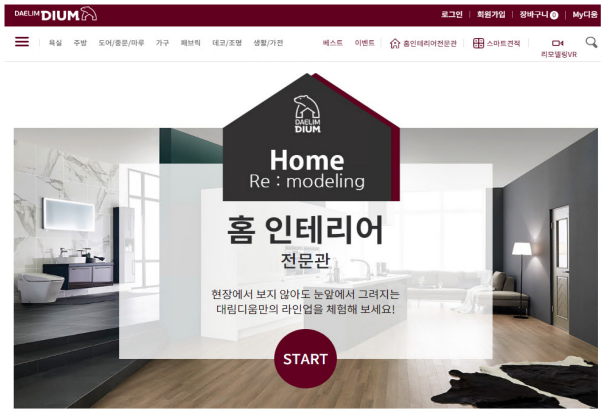
'대림 디움'으로 욕실 FLEX

지난 2018년 대림B&Co는 B2C 시장을 겨냥한 홈 인테리어 브랜드 '대림 디움' 을 론칭했다. 기존 건설사향 B2B향 매출 외 가정 홈퍼니싱 시장 성장 가능성을 높게 판단해 사업 확장을 계획했고, 인테리어 관련 업무 진행이 가능한 대리점 수는 2018년 50개에서 2020년 200여개까지 확대했다.

2019년 기준 동사 시장점유율은 국내제조 위생도기 물량기준 40%로 1위이며, 수주시장에서의 점유율도 1위로 파악된다. 저조한 아파트 분양시장 분위기에 2019~2020년 전체 매출액은 역성장이 불가피 했지만, B2C향 매출액은 꾸준히 확대되고 있다. '대림 디움' 론칭 이후 사업아이템을 위생도기와 수전 외 종합 홈 인테리어 관련 대부분으로 확장했고, 대리점, 제휴점, 온라인 등 B2C 유통망도 꾸준히 강화했기 때문이다.

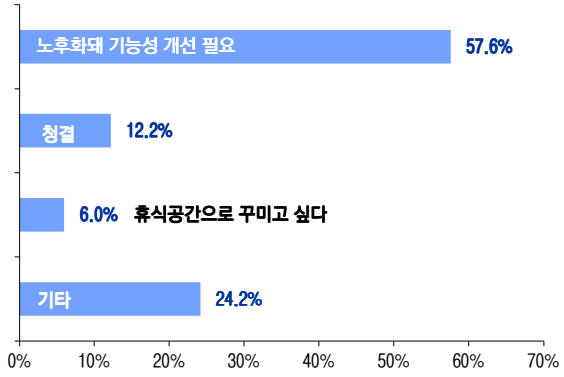
2010년대 초부터는 국내 외에 중국에서의 제조도 병행하고 있다. 국내에서 제조하는 프리미엄가격 라인 외 제품가격대 확장를 통해 대응 가능한 고객군을 다양화하기 위해서다. 2020년 기준 중국 생산 매출액은 국내의 80% 수준까지 올라온 상태다.

그림140 '대림 디움' 몰



자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 소비자의 욕실 리모델링 이유 조사



자료: 주택저널, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 Comment

4Q20 대림B&Co 매출액은 622억원(+0% yoy), 영업이익 28억원(+129% yoy), 영업이익률 5%(+2.5%p yoy)를 기록했다. 과잉재고 소진과 공장화재 피해작업이 마무리되면서 가동률이 다시 90%대로 상승, 원가율 하락에 따른 수익성 개선을 실현했다.

동사는 국내 욕실시장 시장점유율 40%의 1위 업체다. 2013년~2015년 연평균 분양물량이 +27% 증가할 때, 동사 매출액 CAGR은 +21%로 시장 성장과 동행했다. 분양시장 침체로 2019~2020년 매출액 역성장에 의한 수익성 하락이 불가피 했지만, 최근 부동산 정책 방향성이 공급 기조로 전환한 것 감안하면 실적은 2020년을 바닥으로 턴어라운드 가능성이 높다는 판단이다.

표22 대림 B&Co 실적테이블

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2018	2019	2020P
매출액	580	599	564	621	541	587	579	622	2,472	2,364	2,329
% yoy	*1%*	*-8%*	*-5%*	*-4%*	*-7%*	*-2%*	*3%*	***0%***	*6%*	*-4%*	*-1%*
매출총이익	125	121	116	124	96	109	120	-	498	486	-
% yoy	*10%*	*-14%*	*10%*	*-10%*	*-23%*	*-10%*	*4%*	-	*1%*	*-2%*	-
% sales	*22%*	*20%*	*21%*	*20%*	*18%*	*19%*	*21%*	-	*20%*	*21%*	-
판관비	107	116	110	112	111	109	117	-	425	445	-
% sales	*18%*	*19%*	*20%*	*18%*	*21%*	*19%*	*20%*	-	*17%*	*19%*	-
영업이익	18	5	6	12	-15	1	3	28	74	41	17
% yoy	*76%*	*-82%*	*-11%*	*-56%*	*-183%*	*-88%*	*-42%*	***129%***	*-39%*	*-44%*	*-59%*
% sales	*3%*	*1%*	*1%*	*2%*	*-3%*	*0%*	*1%*	***5%***	*3%*	*2%*	*1%*
지배주주순이익	13	2	2	4	-14	-41	2	37	42	22	-17
% sales	*2%*	*0%*	*0%*	*1%*	*-3%*	*-7%*	*0%*	***6%***	*2%*	*1%*	*-1%*

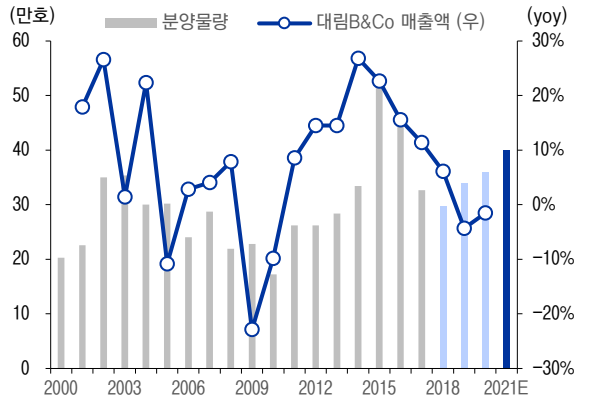
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 Peer Valuation 테이블

	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
대림B&Co	2,471	1,157	2,329	-	2	1	-	41	n/a	-
하츠	1,427	1,123	1,267	-	2	7	-	40	18	-
한샘	23,769	16,984	20,484	22,951	3	4	4	34	34	26
평균					3	6	4	37	26	26

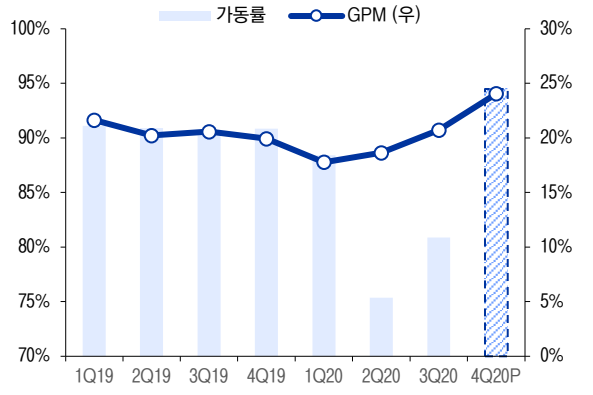
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림142 전국 분양물량 전망과 대림 B&Co 매출액 추이



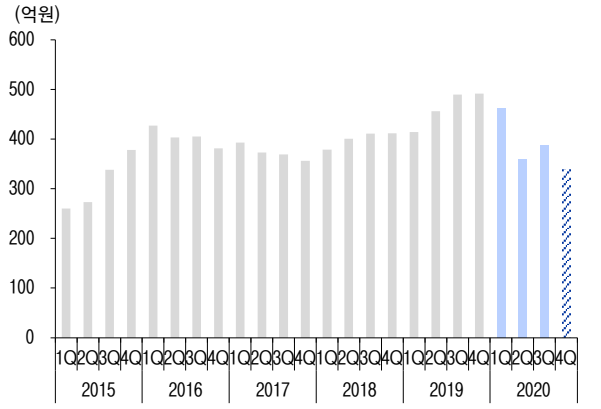
자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 대림 B&Co 가동률과 GPM 추이



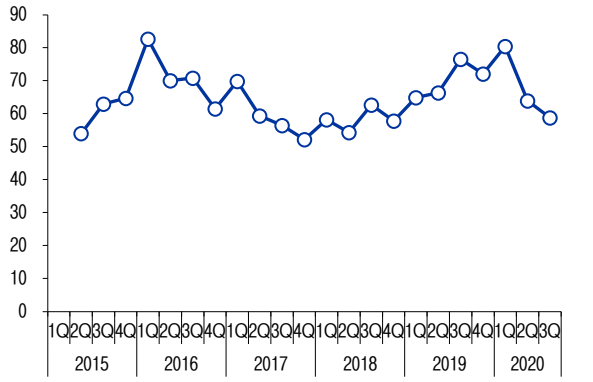
자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림144 대림 B&Co 재고자산과 추이



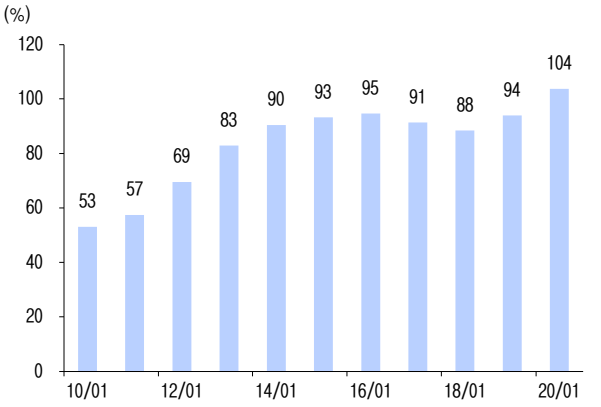
자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림145 대림 B&Co 재고자산 회전율 추이



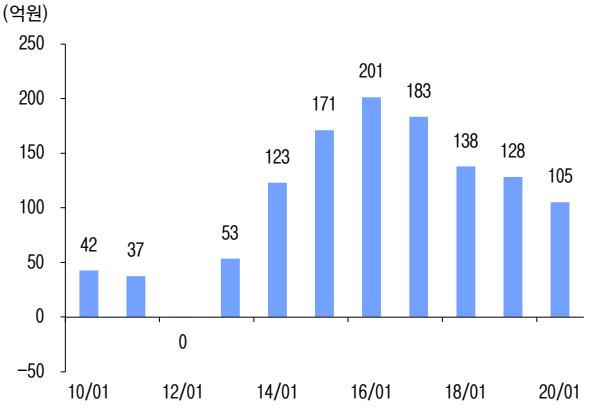
자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림146 대림 B&Co 부채비율 추이



자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

그림147 대림 B&Co EBITDA 추이



자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

대림B&Co (005750)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020P
유동자산	115.2	117.8	114.2	113.8	115.8
현금 및 현금성자산	13.7	15.2	15.4	8.0	21.9
매출채권 및 기타채권	57.9	62.6	51.4	50.7	51.6
재고자산	38.1	35.6	41.2	49.2	35.8
기타유동자산	5.5	4.4	6.3	5.8	6.5
비유동자산	185.3	186.9	187.4	195.4	199.9
관계기업투자등	5.4	6.4	7.3	10.6	11.6
유형자산	123.0	122.3	124.5	123.8	120.9
무형자산	2.8	3.5	3.4	4.6	4.6
자산총계	**300.5**	**304.7**	**301.7**	**309.2**	**315.7**
유동부채	79.9	94.6	75.3	68.3	68.9
매입채무 및 기타재무	26.2	27.6	26.1	25.9	26.8
단기금융부채	38.9	53.3	34.1	26.7	34.4
기타유동부채	14.8	13.8	15.1	15.7	7.7
비유동부채	66.2	50.8	66.3	81.5	91.8
장기금융부채	31.2	14.6	31.4	46.6	55.2
기타비유동부채	35.0	36.3	34.9	34.8	36.6
부채총계	**146.1**	**145.4**	**141.6**	**149.8**	**160.7**
지배주주지분	154.5	159.6	160.8	160.2	155.9
자본금	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
자본잉여금	11.5	11.5	11.5	12.0	12.0
이익잉여금	126.3	131.5	132.8	132.3	128.6
비지배주주지분(연결)	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-0.9
자본총계	**154.4**	**159.2**	**160.1**	**159.4**	**155.0**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020P
매출액	**209.1**	**232.9**	**247.2**	**236.4**	**232.9**
매출원가	160.3	183.5	197.3	187.8	185.4
매출총이익	**48.8**	**49.4**	**49.8**	**48.6**	**47.6**
판매비 및 관리비	34.4	37.3	42.5	44.5	45.9
영업이익	**14.3**	**12.1**	**7.4**	**4.1**	**1.7**
(EBITDA)	20.1	18.3	13.8	12.8	10.5
금융손익	-2.1	-2.3	-2.1	-2.0	-2.0
이자비용	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4
관계기업등 투자손익	0.4	0.3	0.3	0.2	0.4
기타영업외손익	-1.9	-0.1	0.1	0.2	-1.6
세전계속사업이익	**10.7**	**9.9**	**5.6**	**2.5**	**-1.6**
계속사업법인세비용	3.4	3.2	1.7	0.4	0.1
계속사업이익	7.4	6.7	3.9	2.0	-1.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**7.4**	**6.7**	**3.9**	**2.0**	**-1.7**
지배주주	7.7	7.0	4.2	2.2	-1.6
총포괄이익	**7.3**	**6.7**	**4.0**	**1.9**	**-1.7**
매출총이익률 (%)	23.3	21.2	20.2	20.6	20.4
영업이익률 (%)	6.9	5.2	3.0	1.7	0.7
EBITDA 마진률 (%)	9.6	7.9	5.6	5.4	4.5
당기순이익률 (%)	3.5	2.9	1.6	0.9	-0.7
ROA (%)	2.7	2.3	1.4	0.7	-0.5
ROE (%)	5.2	4.5	2.6	1.4	-1.0
ROIC (%)	4.8	4.0	2.5	1.6	0.6

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020P
영업활동 현금흐름	**10.8**	**12.5**	**12.8**	**1.9**	**13.2**
당기순이익(손실)	7.4	6.7	3.9	2.0	-1.7
비현금수익비용가감	19.3	18.6	18.4	20.2	24.7
유형자산감가상각비	5.5	5.9	5.9	8.1	8.0
무형자산상각비	0.3	0.3	0.5	0.6	0.9
기타현금수익비용	0.7	-0.1	0.1	0.3	15.9
영업활동 자산부채변동	-9.8	-7.1	-5.6	-15.6	-7.1
매출채권 감소(증가)	-7.0	-6.1	16.6	0.5	-1.0
재고자산 감소(증가)	-2.9	1.1	-7.1	-10.0	4.7
매입채무 증가(감소)	3.0	1.9	-7.2	0.0	-8.2
기타자산, 부채변동	-2.9	-4.0	-8.0	-6.0	-2.7
투자활동 현금	**-5.5**	**-6.1**	**-7.9**	**-7.2**	**-8.8**
유형자산처분(취득)	-4.6	-4.5	-6.6	-5.6	-3.5
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.9	-0.3	-0.1	-0.6
투자자산 감소(증가)	0.1	-2.5	-0.9	-2.5	-4.2
기타투자활동	-0.7	1.8	-0.1	0.9	-0.6
재무활동 현금	**5.6**	**-4.8**	**-4.8**	**-2.0**	**9.6**
차입금의 증가(감소)	4.2	-2.6	-2.1	0.5	14.3
자본의 증가(감소)	1.5	-2.2	-2.5	-2.5	-2.1
배당금의 지급	2.0	2.2	2.5	2.5	2.1
기타재무활동	0.0	0.0	-0.2	0.1	-2.6
현금의 증가	**11.0**	**1.5**	**0.2**	**-7.4**	**13.9**
기초현금	2.7	13.7	15.2	15.4	8.0
기말현금	13.7	15.2	15.4	8.0	21.9

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020P
투자지표 (x)					
P/E	16.7	15.1	21.6	40.8	-56.7
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.1	8.6	10.0	12.0	15.1
P/CF	4.8	4.2	4.1	4.1	3.9
배당수익률 (%)	1.6	2.4	2.8	2.4	2.4
성장성 (%)					
매출액	-10.2	11.4	6.1	-4.3	-1.5
영업이익	18.4	-15.6	-39.2	-43.9	-59.4
세전이익	8.0	-7.4	-43.6	-56.0	적전
당기순이익	9.2	-8.5	-41.8	-48.3	적전
EPS	18.3	-15.4	-40.3	-47.2	적전
안정성 (%)					
부채비율	94.7	91.3	88.4	93.9	103.7
유동비율	144.2	124.5	151.7	166.6	168.1
순차입금/자기자본(x)	35.1	31.8	29.4	39.8	43.6
영업이익/금융비용(x)	5.9	5.1	3.0	1.7	0.7
총차입금 (십억원)	70	68	66	73	90
순차입금 (십억원)	54	51	47	64	68
주당지표(원)					
EPS	500	423	252	133	-96
BPS	9,965	9,576	9,644	9,607	9,350
CFPS	1,722	1,522	1,338	1,331	1,380
DPS	130	150	150	130	130

자료: 대림B&Co, 이베스트투자증권 리서치센터

서울옥션(063170)

2021. 2. 23 | Mid-Small Cap

그림으로 Home Flex

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가 Not Rated
현재주가 7,880 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

그림으로 하는 Home Flex

홈테리어 끝판왕은 그림이다. 인테리어 효과는 두말할 것도 없고, 걸어만 두어도 우리 집 거실의 격이 올라가는 느낌이다. 2020년 서울옥션 200만원 이하 소품 낙찰 건수는 6,236건(+47% yoy), 낙찰률은 74%에 달했다. 실수요에 근거한 주택매매와 리모델링이 필수시 되는 시대 흐름에 홈테리어는 물론 대체투자의 기능도 갖춘 아이템으로 미술품이 각광받고 있는 것이다.

그림도 어플로 주문배송하는 시대

서울옥션은 시장점유율 53%의 국내 1위 미술품 경매 회사다. 2019~2020년 홍콩사태와 코로나로 오프라인 경매시장은 위축되었지만, 동시에 온라인 경매시장은 활성화 되는 분위기다. 동사는 2019년 신진작가 작품만을 온라인으로 경매하는 '제로베이스'를 론칭 했고, 1억원을 이상을 호가하는 그림도 'e-Bid 프리미엄'으로 온라인 판매한다.

이러한 시장 흐름의 변화는 시장에 참여하는 컬렉터들의 연령대가 다양해 졌기 때문이다. 미술계 신흥 수집자들로 부상한 연령대는 20~40대로 대부분 미술에 관심 있는 평범한 직장인들이며, 주로 200~500만원대 그림에 투자하는 '아트테크'를 선호한다. 이들 구매작품은 인기 작가 작품에만 집중하지 않고 다양한 취향을 가지고 있다는 것이 특징이다.

홍콩사태를 지나고 코로나를 건너 2021년이 보인다

2020년 매출액은 289억원(-36% yoy), 영업이익 -4억원(적자폭 축소 yoy)을 기록했다. 4Q19년 연결 분리된 자회사 실적을 제외하면, 매출액은 +5% yoy 성장했고, 홍콩법인을 제외한 국내 영업이익은 10억원대의 흑자를 기록한 것으로 추정된다.

2021년은 경매 횟수가 온라인 2020년 25회 → 2021년 최소 40회, 오프라인 7회로 확대 진행된다 자회사 연결 분리로 판관비 수준이 낮아졌고, 예정된 경매 횟수도 전년대비 확연히 늘어난 상태로 2021년은 실적 턴어라운드 가능성이 높다는 판단이다.

Stock Data

KOSDAQ (2/22)		954.29 pt
시가총액		1,333 억원
발행주식수		16,918 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,680 / 2,930 원
90 일 일평균거래대금		48.49 억원
외국인 지분율		2.3%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		3,910 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-3.0%
	6 개월	73.7%
	12 개월	7.4%
주주구성	이호재 (외 13 인)	35.1%
	자사주 (외 1 인)	6.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	50.9	9.6	8.5	6.6	386	95.6	10	25.2	18.3	2.3	8.9
2017	54.2	6.4	4.1	3.1	198	-48.9	7	44.9	26.1	2.1	4.4
2018	62.0	8.8	8.7	7.1	463	134.6	10	17.1	18.3	1.8	10.0
2019	45.1	-4.6	-7.8	-8.7	-423	적전	-1	-18.7	-136.3	2.0	-9.2
2020P	28.9	-0.4	-2.7	-2.9	-181	적지	2	-43.8	91.3	2.0	-4.2

자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

서울옥션은 1998년 설립된 미술품 경매사업 회사다. 설립자이자 최대주주인 이호재 가나아트갤러리 회장은 1983년 '가나화랑'을 열고, 국내 첫 경매사 '서울경매'을 설립했다. 2001년 '서울옥션' 으로 사명을 변경했고, 2008년 코스닥에 상장, 같은 해 홍콩에 자회사를 설립해 제 1회 홍콩경매를 개최했다.

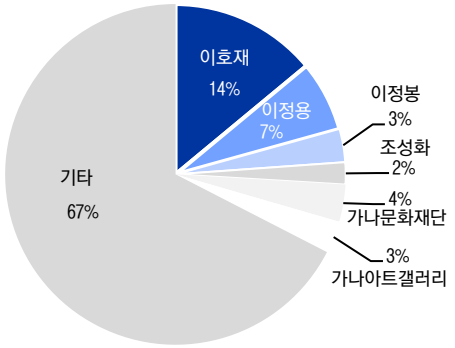
2019년 기준 부문별 매출액 비중은 상품 56%, 경매 24%, 중개 10%, 기타 10% 등이다. 매출액 기여에 큰 부문은 상품이지만, 이익기여가 큰 사업부문은 수수료로 매출을 인식하는 경매와 중개 등이다. 경매는 국내 및 홍콩 정기경매와 기획경매가 있으며, 2020년부터는 온라인 경매 횟수를 확대하고 있는 추세다.

그림148 주요연혁

시기	주요연혁
1998.12	㈜서울경매 설립
2001.08	㈜서울옥션으로 사명 변경
2008.07	코스닥 상장
2008.09	Seoul Auction HK 설립
2008.10	제 1 회 홍콩경매 개최
2016.02	㈜서울옥션블루(온라인 경매 특화) 설립
2017.04	㈜프린트베이커리(미술품 판화 제작, 판매) 설립
2020.07	제 32 회 홍콩세일 개최

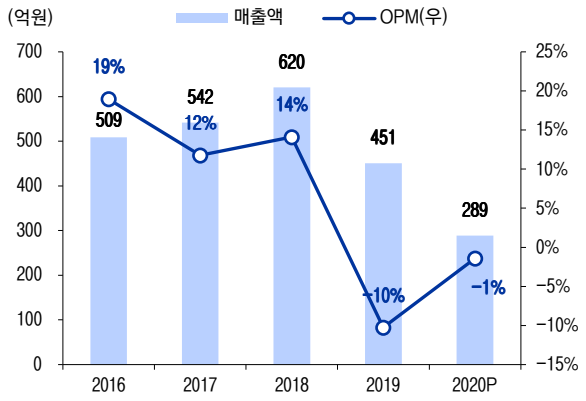
자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림149 주요 주주 현황



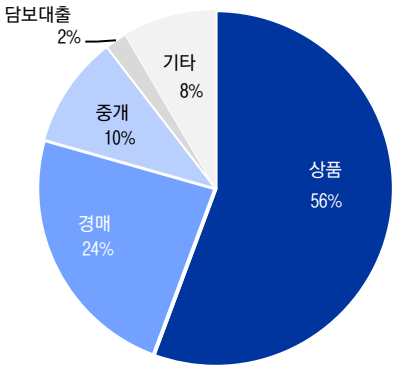
자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림150 매출액과 영업이익률 추이



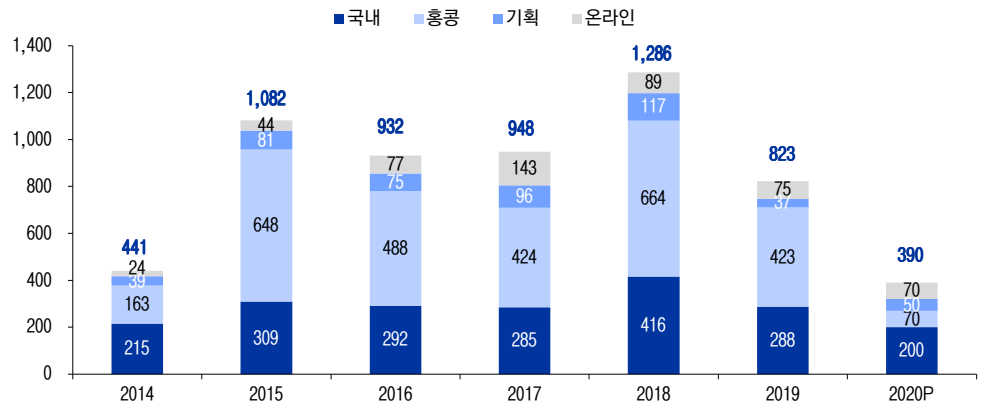
자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림151 부문별 매출액 점유율(2019 년 기준)



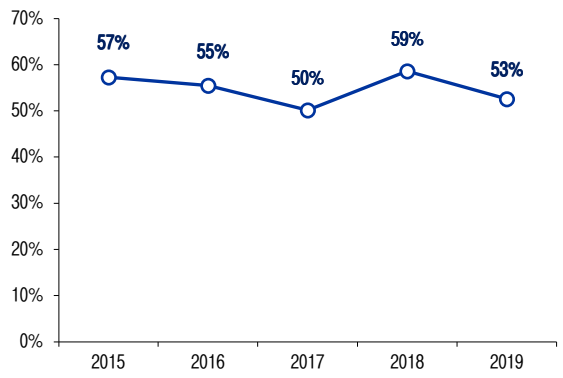
자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림152 서울옥션 경매 낙찰 총액 추이



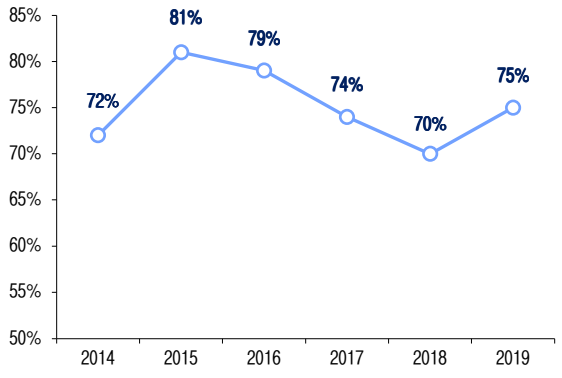
자료: 서울옥션 이베스트투자증권 리서치센터

그림153 서울옥션 국내 시장점유율



자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림154 서울옥션 경매 낙찰률



자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

우리집 거실 그림 핸드폰으로 주문배송

미술시장은 1차 시장인 화랑(갤러리)과 2차 시장인 경매회사로 이루어져 있다. 서울옥션은 국내 최초의 미술품 경매 회사다. 시장점유율은 경매시장 1위 사업자인 서울옥션과 2위 사업자의 합산점유율이 89%로 과점체제가 유지되고 있다. 경매에 주요 작품을 수급할 수 있는지가 경쟁수단이자 신장진입 장벽으로 작용하기 때문이다.

몇 년 전까지만 해도 우리나라 미술 시장은 대형 갤러리에서 소수의 유명 작가들의 작품을 유통하는 시장이었다고 볼 수 있다. 그러나 최근에는 비교적 다양한 연령대와 직군으로 감상자의 스펙트럼이 넓어졌고, 거래 방식이나 플랫폼도 전통적인 형태를 떠나 지분투자, 렌탈, 온라인 등으로 다양해 졌다.

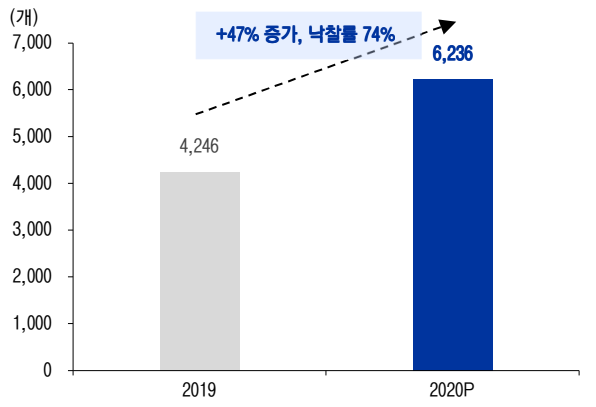
서울옥션도 신진작가 등 비교적 접근이 쉬운 가격대의 작품을 전문적으로 취급하는 전시회와 경매를 확대하고 있다. 2021년 온라인 경매 횟수는 제로베이스(신진작가 작품 전문 경매), e-bid 프리미엄, 퍼블릭 모두 횟수를 늘려 약 40회(2020년 25회)로 확대 진행될 예정이다.

표24 서울옥션 개최 주요 경매

경매 성격	구분	횟수	내용
메이저경매	국내	연 4회 (3월, 6월, 9월, 12월)	서울에서 연 4회 개최되는 메이저 성격의 경매, 2021년은 연 첫 경매를 2월로 앞당겨 개최
	홍콩	연 1~2회 (기존 연 4회)	2019년 홍콩 사태와 2020년 코로나 이후 온라인 횟수 확대 노력
기획경매	국내	연 2~3회	부산, 대구 등에서 비정기적으로 개최하는 기획 성격의 경매
	홍콩	연 1~2회	홍콩에서 비정기적으로 개최하는 기획 성격의 경매
온라인	제로베이스	연 12회	신진작가 작품 100%의 온라인 경매
	퍼블릭	연 12회	퍼블릭 경매
	월정기	연 12회	월정기 경매
	e-Bid 프리미엄	연 12회	점당 가격이 1억원을 호가하는 온라인 프리미엄 경매

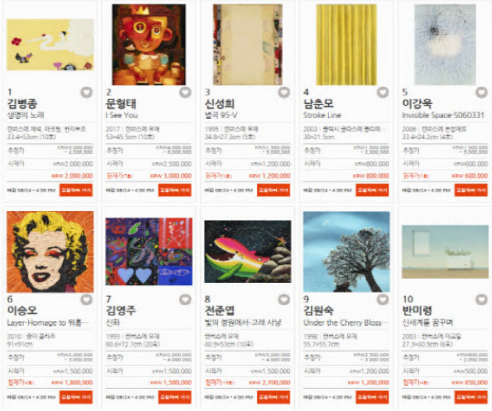
자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림155 서울옥션 200만원 이하 미술품 온라인 경매 낙찰점



자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림156 서울옥션 온라인 경매 출품작들



자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

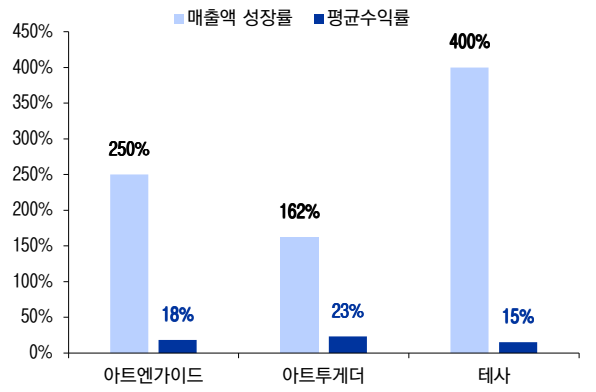
최근 미술품은 다양한 연령대 컬렉터들 사이에서 대체투자자산으로서의 가치를 인정받고 있다. 미술계 신흥 수집자들로 부상한 연령대는 20~40대로 대부분 미술에 관심 있는 평범한 직장인들이다. 주로 200~500만원대 그림에 투자하는 '아트테크'를 선호한다. 이들 구매작품은 인기 작가 작품에만 집중하지 않고 다양한 취향을 가지고 있다는 것이 특징이다.

2018년부터는 대작에 투자하고 싶은 컬렉터들을 겨냥한 미술품 공동투자 플랫폼도 성행하고 있다. 작가의 작품 소유권을 공동구매 할 수 있는 플랫폼으로, 플랫폼 업체가 펀딩을 시작하면, 투자자들은 원하는 금액만큼 투자가 가능하다. 향후 미술 작품 가격이 오르면 시세 차익을 얻고, 판매 전까지는 영업 공간에 임대하거나, 갤러리에 전시한다.

그림157 미술품 공동구매 플랫폼 작품들 매각 진행상황

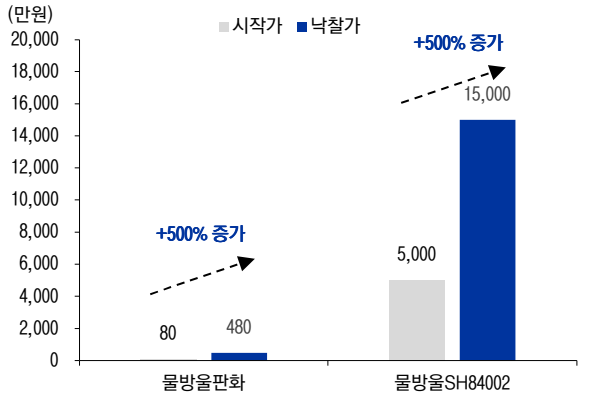
자료: 아트앤갤러리, 이베스트투자증권 리서치센터

그림158 주요 미술품 공동구매 플랫폼 매출액성장률



자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림159 서울옥션 김창열 작가 작품 경매 시작가와 낙찰가



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 Comment

2020년 매출액은 289억원(-36% yoy), 영업이익 -4억원(적자폭 축소 yoy)을 기록했다. 4Q19년 연결 분리된 자회사 실적을 제외하면, 매출액은 +5% yoy 성장했고, 홍콩법인을 제외한 국내 영업이익은 10억원대의 흑자를 기록한 것으로 추정된다. 2020년은 소품시장(500만원 이하 미술품) 활성화와 코로나가 겹치면서 온라인 경매를 강화하는 시간을 보냈다.

2021년은 경매 횟수가 온라인 2020년 25회 → 2021년 40회, 오프라인 7회로 확대 진행된다. 2020년 매출액 역성장을 야기한 자회사 연결 분리 이슈도 제거된다. 2021년은 자회사 연결 분리로 판관비 수준이 낮아졌고, 예정된 경매 횟수도 전년대비 늘어난 상태로 실적 턴어라운드 가능성이 높다.

표25 서울옥션 실적테이블

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2017	2018	2019	2020P
매출액	**106**	**116**	**102**	**127**	**68**	**76**	**67**	**77**	**542**	**620**	**451**	**289**
상품 (총액인식)	67	65	49	70	49	48	23	-	339	360	251	-
경매 (수수료인식)	25	30	11	41	6	18	20	-	128	155	107	-
중개 (중개수수료 인식)	6	6	29	5	5	6	19	-	36	46	46	-
매출액 (% yoy)	***-13%***	***-51%***	***2%***	***-22%***	***-35%***	***-35%***	***-34%***	***-39%***	***7%***	***15%***	***-27%***	***-36%***
상품	*-9%*	*-52%*	*-18%*	*-22%*	*-27%*	*-26%*	*-53%*	*-*	*18%*	*6%*	*-30%*	*-*
경매	*-24%*	*-42%*	*-39%*	*-21%*	*-76%*	*-40%*	*82%*	*-*	*-3%*	*21%*	*-31%*	*-*
중개	*-14%*	*-60%*	*123%*	*-55%*	*-17%*	*0%*	*-34%*	*-*	*-35%*	*28%*	*0%*	*-*
매출총이익	45	36	49	44	13	26	34	-	181	253	173	-
% YoY	*-10%*	*-65%*	*15%*	*-26%*	*-70%*	*-28%*	*-30%*	*-*	*-4%*	*40%*	*-32%*	*-*
% Sales	*42%*	*31%*	*48%*	*34%*	*19%*	*33%*	*51%*	*-*	*33%*	*41%*	*38%*	*-*
판관비	**44**	**48**	**77**	**50**	**26**	**21**	**23**	**-**	**117**	**166**	**219**	**-**
인건비	19	20	21	20	10	9	8	-	55	79	79	-
감가상각비	3	12	6	9	6	6	5	-	4	7	29	-
지급수수료	9	6	34	7	4	2	3	-	15	18	56	
% Sales	***42%***	***42%***	***76%***	***39%***	***38%***	***27%***	***35%***	***-***	***22%***	***27%***	***49%***	***-***
인건비	*17%*	*17%*	*20%*	*16%*	*14%*	*11%*	*12%*	*-*	*10%*	*13%*	*18%*	*-*
감가상각비	*3%*	*10%*	*6%*	*7%*	*8%*	*7%*	*8%*	*-*	*1%*	*1%*	*7%*	*-*
지급수수료	*8%*	*5%*	*33%*	*5%*	*6%*	*3%*	*4%*	*-*	*3%*	*3%*	*12%*	*-*
영업이익	0	-13	-28	-6	-13	5	11	-7	64	88	-46	-4
% YoY	*-98%*	*-124%*	*-458%*	*-137%*	*-5541%*	*-140%*	*-139%*	*29%*	*-34%*	*37%*	*-153%*	*적지*
% Sales	*0%*	*-11%*	*-28%*	*-5%*	*-19%*	*7%*	*16%*	*-10%*	*12%*	*14%*	*-10%*	*-1.4%*
지배주주귀속순이익	1	-8	-28	-32	-16	-2	5	-	31	73	-67	-
% YoY	*-90%*	*-125%*	*-183%*	*881%*	*-1529%*	*-75%*	*-117%*	*-*	*-49%*	*135%*	*-191%*	*-*
% Sales	*1%*	*-7%*	*-27%*	*-25%*	*-23%*	*-3%*	*7%*	*-*	*6%*	*12%*	*-15%*	*-*

자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

서울옥션 (063170)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020P
유동자산	107.5	101.2	143.3	107.5	98.3
현금 및 현금성자산	7.1	15.0	17.4	13.2	5.1
매출채권 및 기타채권	38.0	25.0	49.9	30.1	26.0
재고자산	54.7	54.0	61.9	57.1	61.0
기타유동자산	7.7	7.2	14.1	7.0	6.2
비유동자산	24.0	53.2	62.0	65.3	59.3
관계기업투자등	0.3	3.3	0.3	1.0	1.0
유형자산	13.9	38.3	47.7	52.9	50.6
무형자산	1.8	1.4	1.3	0.9	0.3
자산총계	**131.6**	**154.3**	**205.3**	**172.8**	**157.6**
유동부채	54.7	55.3	86.5	64.0	47.1
매입채무 및 기타재무	22.1	22.8	51.1	27.8	14.0
단기금융부채	27.1	29.7	30.8	32.2	29.9
기타유동부채	5.5	2.7	4.7	4.0	3.2
비유동부채	4.2	26.8	40.6	40.2	44.3
장기금융부채	3.0	25.7	38.7	38.0	42.2
기타비유동부채	1.3	1.0	1.9	2.3	2.1
부채총계	**59.0**	**82.1**	**127.2**	**104.2**	**91.4**
지배주주지분	71.5	70.4	75.9	68.6	66.1
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	38.9	38.9	38.9	38.9	38.9
이익잉여금	27.6	29.2	34.8	26.5	24.1
비지배주주지분(연결)	1.1	1.9	2.3	0.0	0.0
자본총계	**72.6**	**72.3**	**78.1**	**68.6**	**66.1**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020P
매출액	**50.9**	**54.2**	**62.0**	**45.1**	**28.9**
매출원가	32.0	36.1	36.7	27.8	19.3
매출총이익	**18.8**	**18.1**	**25.3**	**17.3**	**9.5**
판매비 및 관리비	9.2	11.7	16.6	21.9	9.9
영업이익	**9.6**	**6.4**	**8.8**	**-4.6**	**-0.4**
(EBITDA)	10.1	7.1	9.7	-1.4	2.2
금융손익	-1.0	-1.5	-1.5	-2.4	-2.4
이자비용	0.9	1.1	1.5	2.5	2.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-0.8	1.5	-0.7	0.1
세전계속사업이익	**8.5**	**4.1**	**8.7**	**-7.8**	**-2.7**
계속사업법인세비용	1.9	1.0	1.6	1.0	0.2
계속사업이익	6.6	3.1	7.1	-8.7	-2.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**6.6**	**3.1**	**7.1**	**-8.7**	**-2.9**
지배주주	6.1	3.1	7.3	-6.7	-2.9
총포괄이익	**7.0**	**2.2**	**7.2**	**-8.4**	**-2.9**
매출총이익률 (%)	37.0	33.4	40.8	38.4	33.0
영업이익률 (%)	19.0	11.8	14.1	-10.3	-1.3
EBITDA 마진률 (%)	19.9	13.2	15.6	-3.0	7.5
당기순이익률 (%)	13.0	5.6	11.4	-19.4	-9.9
ROA (%)	4.8	2.2	4.1	-3.5	-1.7
ROE (%)	8.9	4.4	10.0	-9.2	-4.2
ROIC (%)	8.6	4.8	6.3	-2.8	-0.2

현금흐름표

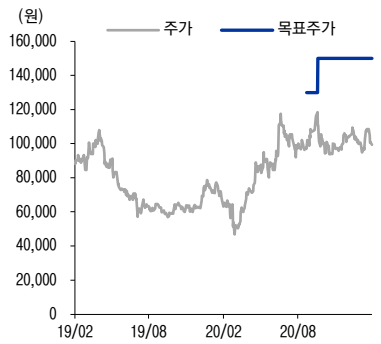
(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020P
영업활동 현금흐름	**1.9**	**14.5**	**-0.5**	**-1.1**	**-13.2**
당기순이익(손실)	6.6	3.1	7.1	-8.7	-2.9
비현금수익비용가감	2.9	3.8	2.1	7.9	4.4
유형자산감가상각비	0.4	0.6	0.7	3.0	2.4
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1
기타현금수익비용	-0.3	0.3	-3.1	0.3	1.9
영업활동 자산부채변동	-3.5	10.1	-8.2	2.4	-12.2
매출채권 감소(증가)	-1.5	10.3	-23.2	18.5	4.7
재고자산 감소(증가)	-3.6	0.2	-7.7	-2.7	-3.7
매입채무 증가(감소)	-2.2	3.5	27.4	-20.4	-14.0
기타자산, 부채변동	3.9	-3.9	-4.7	7.1	0.8
투자활동 현금	**-3.2**	**-29.0**	**-8.7**	**-9.2**	**3.7**
유형자산처분(취득)	-1.6	-25.0	-7.2	-5.5	-0.1
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.0	-0.1	-0.4	0.6
투자자산 감소(증가)	0.0	-3.0	-1.8	-3.3	3.1
기타투자활동	-0.9	-1.0	0.3	0.1	0.2
재무활동 현금	**2.8**	**22.7**	**11.6**	**5.6**	**1.6**
차입금의 증가(감소)	4.9	25.2	9.7	7.2	1.6
자본의 증가(감소)	-1.0	-0.7	-1.0	-1.6	0.0
배당금의 지급	1.6	1.6	1.3	1.6	0.0
기타재무활동	-1.0	-1.8	2.9	0.0	0.0
현금의 증가	**1.7**	**7.8**	**2.4**	**-4.2**	**-8.1**
기초현금	5.4	7.1	15.0	17.4	13.2
기말현금	7.1	15.0	17.4	13.2	5.1

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020P
투자지표 (x)					
P/E	25.2	44.9	17.1	-18.7	-43.8
P/B	2.3	2.1	1.8	2.0	2.0
EV/EBITDA	18.3	26.1	18.3	-136.3	91.3
P/CF	17.4	21.8	14.6	n/a	87.3
배당수익률 (%)	1.0	0.9	1.3	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-6.1	6.5	14.5	-27.3	-36.0
영업이익	51.3	-33.9	37.3	적전	적지
세전이익	108.9	-52.1	113.2	적전	적지
당기순이익	116.8	-53.9	131.9	적전	적지
EPS	95.6	-48.9	134.6	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	81.2	113.5	162.8	152.0	138.2
유동비율	196.6	183.0	165.6	168.0	208.7
순차입금/자기자본(x)	27.9	49.9	54.9	76.4	95.7
영업이익/금융비용(x)	10.9	6.0	5.9	-1.8	-0.2
총차입금 (십억원)	30	55	70	70	72
순차입금 (십억원)	20	36	43	52	63
주당지표(원)					
EPS	386	198	463	-423	-181
BPS	4,228	4,161	4,484	4,052	3,910
CFPS	562	407	543	n/a	91
DPS	100	80	100	n/a	n/a

자료: 서울옥션, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 목표주가 추이

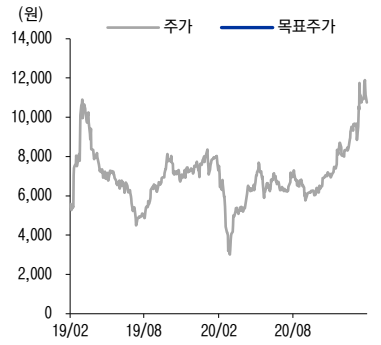


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.09.15	변경	김세련			
2020.09.15	Buy	130,000	-8.8		-18.6
2020.10.13	Buy	150,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

하츠 목표주가 추이

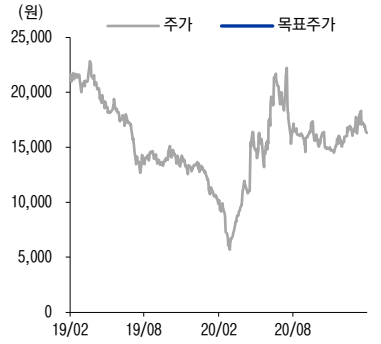


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.02.23	변경	김세련			
2021.02.23	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대리바트 목표주가 추이

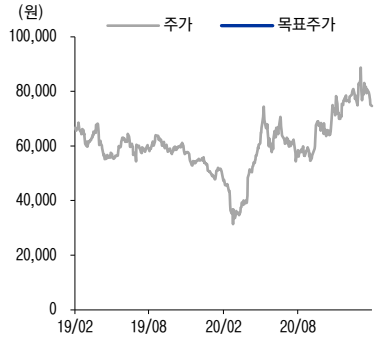


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.02.23	변경	김세련			
2021.02.23	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

LG 하우시스 목표주가 추이

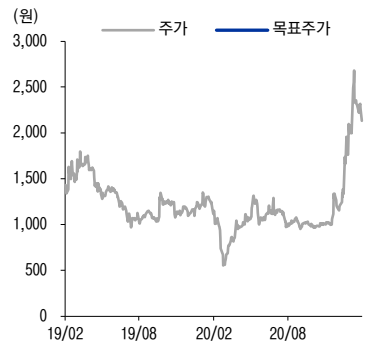


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.02.23	변경	김세련			
2021.02.23	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

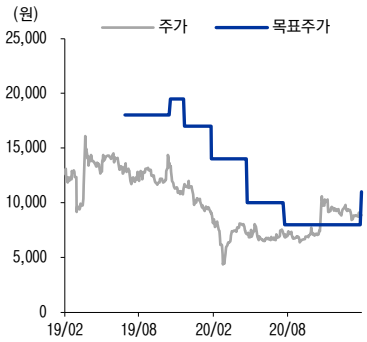
에넥스 목표주가 추이



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
2021.02.23	변경	김세련									
2021.02.23	NR	NR									

금호산업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

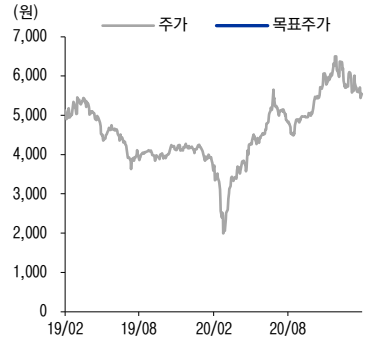
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.22	신규	김세련									
2019.07.22	Buy	18,000	-20.3		-30.4						
2019.11.11	Buy	19,500	-31.5		-41.1						
2019.12.16	Buy	17,000	-29.4		-39.5						
2020.02.20	Buy	14,000	-35.2		-49.1						
2020.05.18	Buy	10,000	-19.6		-30.4						
2020.08.18	Hold	8,000	32.5		3.0						
2021.02.23	Buy	11,000									

한독크린텍 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
2021.02.23	신규	조은애									
2021.02.23	Buy	40,000									

대림 B&Co 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
2021.02.23	신규	조은애									
2021.02.23	NR	NR									

서울옥션 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
2021.02.23	신규	조은애									
2021.02.23	NR	NR									

Compliance Notice

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

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)	+15% 이상 기대	87.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	12.2%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)