

건자재와 친구들

주택 빅사이클 수혜주 진단



- Part I 건설, 건자재 Overweight의 근거
- Part II 시멘트, PHC파일, 유리
- Part III 건자재 랠리, 언제까지 지속될까?

안녕하세요. 이베스트투자증권 **건설/건자재 김세련**입니다.

최근 착공 사이클 확대에 대한 기대감으로 건설/건자재 종목 주가가 움직이는 가운데, 매출 볼륨의 성장뿐만 아니라 단가의 상승 혹은 원가의 개선이 동반하여 나타나는 종목을 찾아보는 **건자재와 친구들** 자료를 준비했습니다.

지난해 코로나19로 인한 기저효과, 유가, 원자재 수급 불균형 및 바이든 당선 후 이머징 시클리컬 경기 회복에 베티하는 외국인 자금 유입 등의 이유로 건설 뿐만 아니라 전반적인 소재/산업재의 주가가 좋습니다. 2021년 이익 성장 역시 가파릅니다. 건설/건자재의 경우는 기 확보한 수주를 바탕으로 2022년 영업이익도 확정적 성장이 나타날 예정이고, 다음 정부의 정책 기조 완화에 대한 모멘텀을 고려한다면 **비중확대 (Overweight)**를 하지 않을 이유를 찾기가 더 어려워 보입니다.

최근 건자재의 주가 상승 논리가 오직 Q의 성장에 베티하는 것인데, 앞서 P와 C가 없이 오직 Q 하나만으로도 전고점 혹은 그 이상까지도 업사이드가 열려있다는 판단입니다. 이유는 선행지표인 인허가, 그리고 최근 정부의 정책 기조에서 찾을 수 있습니다. 우선 인허가 4월 누계 물량은 전년동기대비 17.5% 증가했는데, 착공이 6개월~1년까지 소요되는 점을 감안할 때 이는 올해보다는 내년의 착공에 대한 기대감을 갖게 합니다. 2021년 올해 착공이 늘어난다는 것은 건설사들의 분양 공급 가이드스가 높기 때문에 자명한 일이지만, 섹터의 밸류에이션 디스카운트 요소였던 2022년 이후 성장성에 대한 물음표가 해소될 수 있다는 점에서 상당히 의미가 있습니다. 과거 분양 최대치가 52만세대 였는데, 올해 정책 기조가 반영되지 않은 분양 예정 물량이 40만호입니다. 착공 선행지표인 인허가가 상승하는 점을 고려할 때 내년 최소 10% 수준의 분양이 늘어난다고 해도 44만호이고, 이는 두번째 최고치 수준에 근접합니다. 서울시의 역세권 용적률 상향, 국토부의 3기 신도시 용적률 상향 등 민간+공공 양방향 공급 확대 기조가 착공 빅사이클을 만들 것입니다.

매출 볼륨의 성장 외에 단가, 또는 원가의 개선이 나타나는 종목들을 준비했습니다. 단기 주가 상승이 가팔랐지만, 장기적으로는 **쌍용C&E, 케이씨씨글라스, 동양파일, 하츠, 금강공업**의 투자가 유효해 보입니다.

주택 착공 빅사이클을 앞둔 건자재 종목들의 방향성에 대해 함께 고민해 주시면 감사하겠습니다.

건설/건자재

Analyst **김세련**

02 3779 8634

sally.kim@ebestsec.co.kr



자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 건설, 전자재 Overweight 의 근거]

건설이 2023년까지 매출과 이익이 모두 성장할 것이라는 것은 지난해에도 알 수 있는 부분이었습니다. 그럼에도 불구하고 건설사는 지난해동안 왜 디레이팅이 심화되었으며, 급기야 ROE는 점점 증가하는데 PBR은 점차 내려오는 밸류에이션 괴리가 발생했을까요? 이는 강한 공급규제로 인해 향후 성장의 가시성이 크지 않다고 시장에서 이해했기 때문입니다.

건설의 물가상승률 수준의 성장성조차 정부가 인위적으로 눌러왔기 때문에, 승수의 마법으로 몇 년치 낮은 성장성이 누적적으로 곱해지면서 지금은 주택시장이 아이러니하게도 업사이드가 크게 열린 상황입니다. 대형 건설주는 중동 플랜트 발주 호황기 당시 글로벌 EPC와 유사한 밸류에이션 1.6X를 받았고, 박근혜 정부 착공 랠리 당시 1.0X를 받았습니다. 문재인 정부 대북 담화 당시 단기 슈팅이 0.9X를 터치하고 내려왔는데, 지난해 저점부터 지금까지 60%의 슈팅을 보여주었지만 그래도 여전히 PBR은 0.8X입니다.

[Part II. 시멘트, PHC 파일, 유리]

건설과 더불어 전자재 종목들 주가 역시 매출 성장에 대한 베틱으로 리레이팅이 나타나고 있는데, 지금은 모멘텀으로 슈팅하지만 점차 실적이 확인되면서 주가 상승의 근거를 만들 예정입니다. 다만 장기적인 전자재 투자를 위해서는 이러한 매출 볼륨 성장 뿐만이 아니라 가격의 상승, 또는 원가의 개선 등이 추가로 나타나는 종목을 모색해볼 필요가 있어 보입니다. 금번 자료에서는 시멘트, PHC파일, 유리로 산업군을 추려보았습니다.

우리 나라는 폐기물 매립 단가의 상승이 나타나고 있는데, 시멘트 업체들은 폐비닐, 폐타이어 등을 태우면서 연료비 절감 및 수수료 수익, 더붙어는 탄소배출권 인한 매각 이익까지 확보할 수 있게 되었습니다. 정기보수로 인한 단기 쇼티지로 단가 인상 협의 가능성도 기대됩니다. 착공 초기 곧바로 투입되는 전자재인 PHC파일은 착공 물량대비 업체들의 낮은 가동률로 수급 불균형이 발생하며 이미 단가가 상승하고 있고, 판유리의 경우 해상운임 증가로 수입유리가 감소하며 업황 전환 국면을 맞이했습니다.

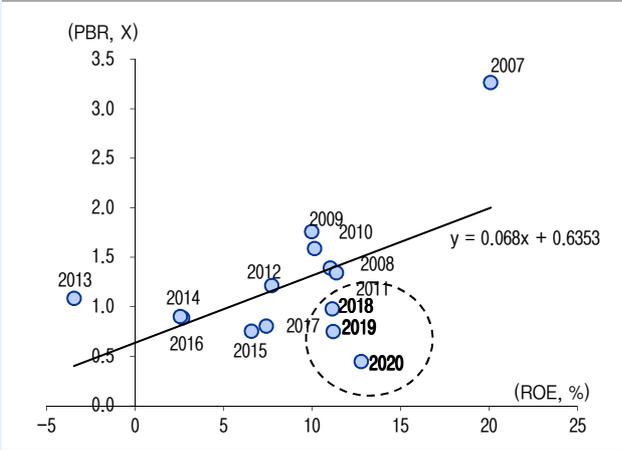
[Part III. 전자재 랠리, 언제까지 지속될까?]

사실상 전자재는 앞서 P와 C가 없이 오직 Q 하나만으로도 전고점 혹은 그 이상까지도 업사이드가 열려있다는 판단입니다. 이유는 선행지표인 인허가, 그리고 최근 정부의 정책 기조에서 찾을 수 있습니다.

우선 인허가 4월 누계 물량은 전년동기대비 17.5% 증가했는데, 착공이 6개월~1년까지 소요되는 점을 감안할 때 이는 올해보다는 내년의 착공 대한 기대감을 갖게 합니다. 과거 분양 최대치가 52만세대 였는데 올해 정책 기조가 반영되지 않은 분양 예정 물량이 40만호, 착공 선행지표인 인허가가 상승하는 점을 고려할 때 내년 최소 44만호의 공급이 가능할 전망입니다. 이는 두번째 사상 최고치 수준입니다. 또한 서울시의 역세권 용적률 상향, 국토부의 3기 신도시 용적률 상향 검토등 민간+공공 양방향 공급 확대 기조가 착공 빅사이클을 만들 것입니다.

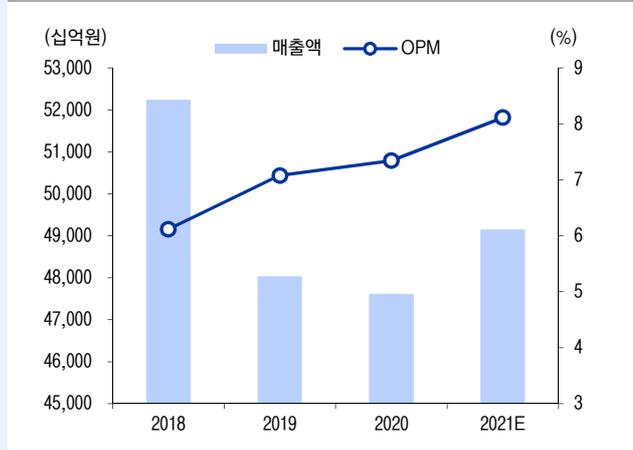
Key Charts

건설 ROE~PBR Matrix



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

대형 건설사 2018~2021E 실적 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

- 지난해, 확정적 이익 증가에도 불구하고 실적 가시성 악화로 건설 섹터 디레이팅
- 정부의 규제 기조 선화에 따라 인위적으로 눌러있던 섹터 성장성이 열리는 시기

대형 건설주 12M Forward PBR 추이

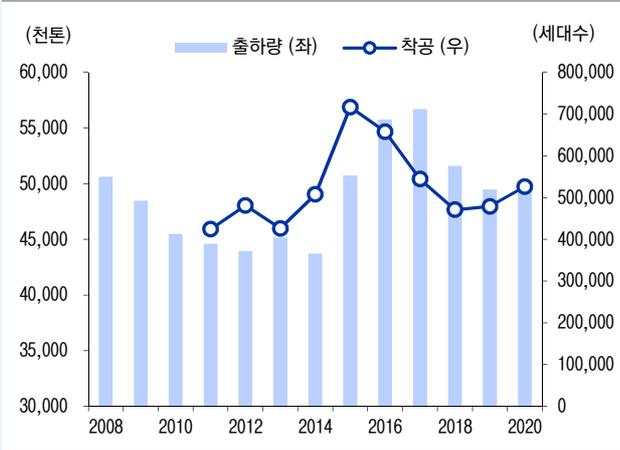


자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

- 역사적 PBR은 플랜트 호황기 당시 최대 1.6X, 부동산 착공 랠리 당시 1.0X
- 모멘텀 하나로 PBR 0.8X까지 슈팅했지만, 여전히 업사이드 존재

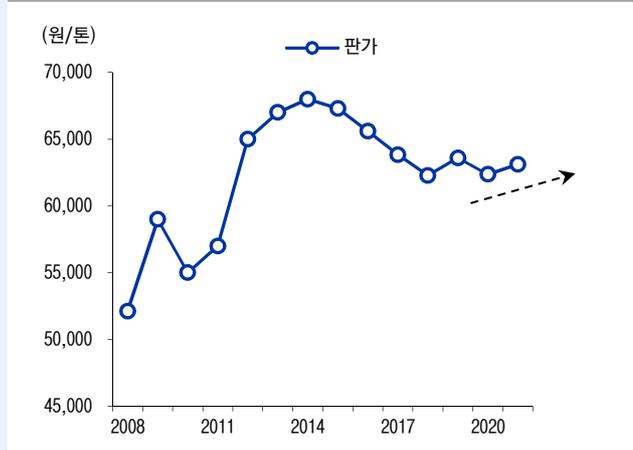
Key Charts

시멘트 출하량과 착공 세대수 추이 비교



자료: 한국시멘트협회, 이베스트투자증권 리서치센터

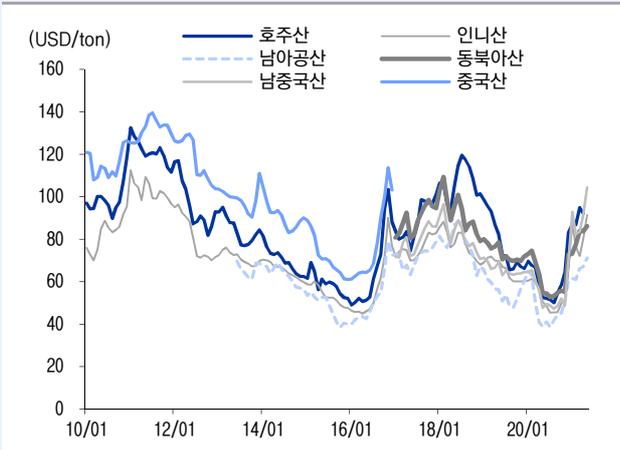
시멘트 평가 추이



자료: 상용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

- 시멘트 유지보수 일정 겹치며 단기 수급 불균형 발생
- 톤당 6만원 수준인 시멘트, 단가 인상시 매출 업사이드 20% 이상 존재

유연탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

시멘트 합산 매출총이익률 추이

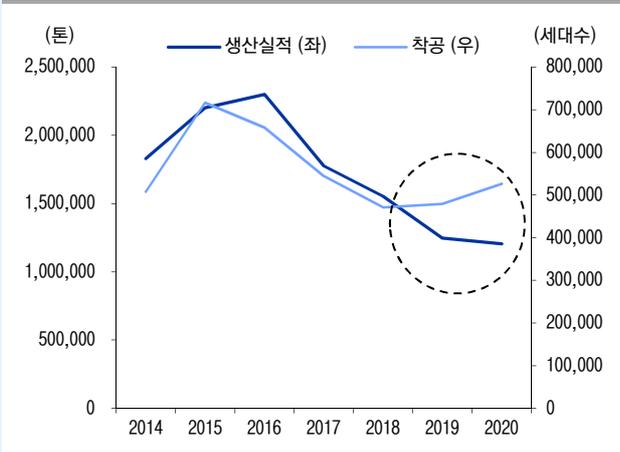


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- 시멘트 생산의 원재료인 유연탄, 가격 상승 지속
- 친환경 설비를 통한 폐비닐/폐플라스틱 등 대체연료 비중 증가, 마진 방어

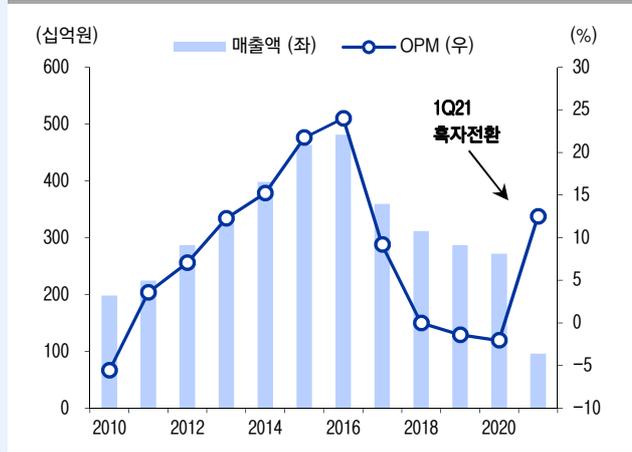
Key Charts

PHC 파일 생산실적 및 착공 세대수 비교



자료: 각 사, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

PHC 파일 주요 3사 매출액, 영업이익률 추이

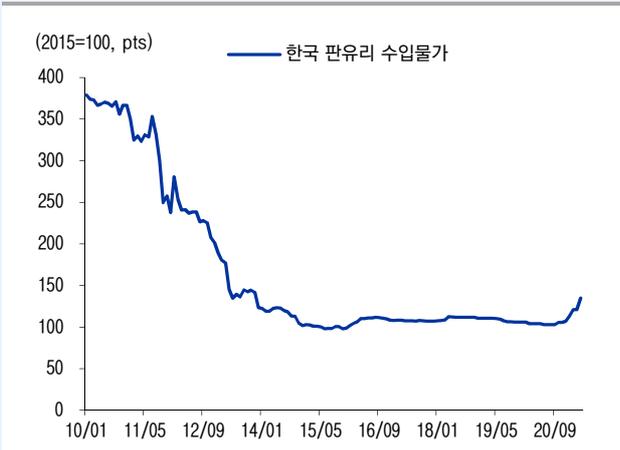


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 영풍파일의 경우 분기 영업이익값이 없어 1Q21만 순이익 기준 합산

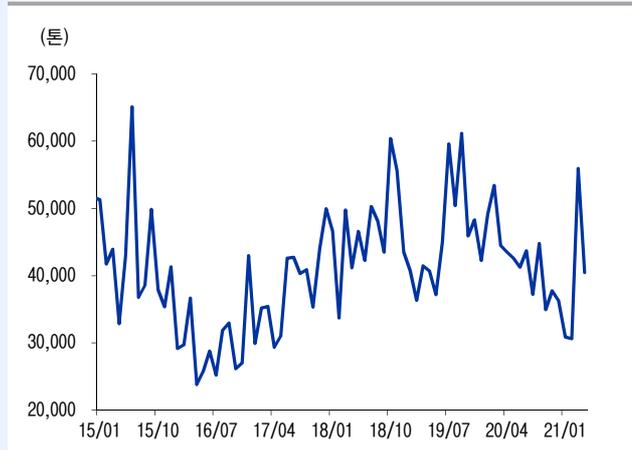
- PHC 파일 역시 업황 악화로 강한 인력 구조조정, 낮은 가동률로 착공과 생산 괴리 발생
- PHC 파일 톤당 단가, 전고점 수준까지 단기에 급격하게 회복하며 업체들 흑자전환 시작

한국 판유리 수입물가지수



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

판유리 수입 중량 추이

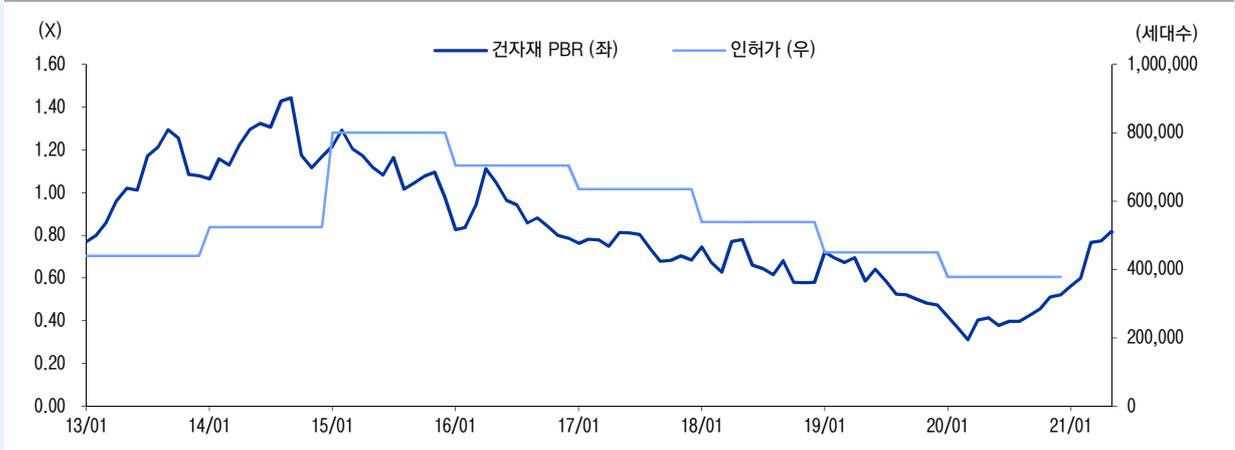


자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

- 수입유리로 인해 고전하던 판유리시장, 코로나 19로 업황 반전 기대
- 해상운임 증가로 수입유리 가격 경쟁력 악화, 판유리 완전한 가격 상승 기대

Key Charts

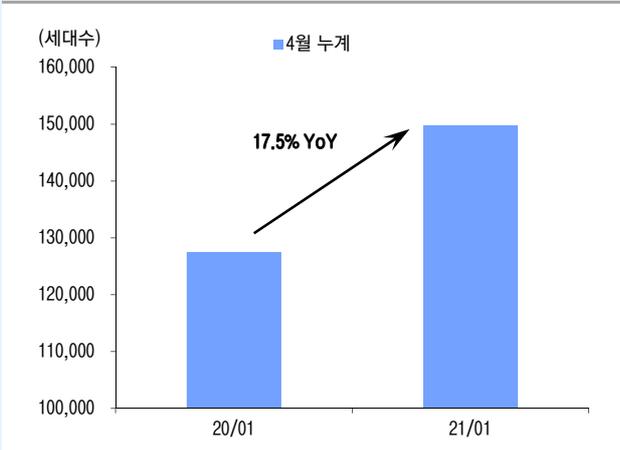
건자재 평균 PBR 및 인허가 추이



자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

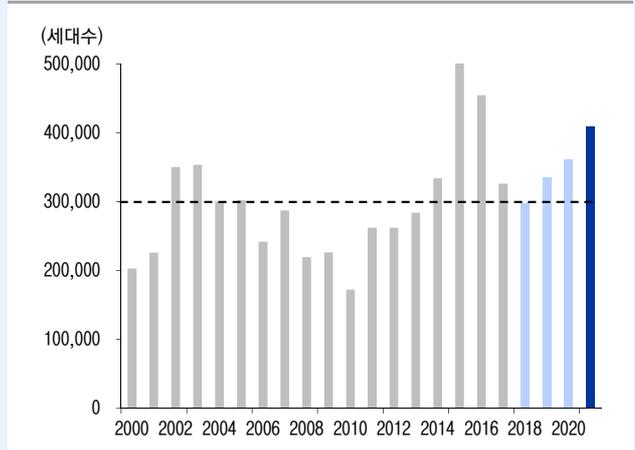
- 건자재는 2017년부터 인허가~착공 물량 감소에 따른 실적 악화로 주가 디레이팅 지속
- 최근 반등으로 PBR 0.8X, 재건축+3기신도시+용적률 완화 등의 정책 모멘텀 유효

4월 누계 기준 인허가 세대수



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

연간 분양물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

- 착공의 6개월~1년 선행지표인 인허가는 4월 누계기준 17.5% YoY 증가
- 내년 10%만 분양이 증가해도 역사적으로 두 번째 높은 수준과 유사, 빅사이클이 기대

산업분석

건설/건자재 Overweight

건자재와 친구들

주택 빅사이클 수혜주 진단

Contents

Part I	건설, 건자재 Overweight 의 근거	9
Part II	시멘트, PHC 파일, 유리	14
Part III	건자재 랠리, 언제까지 지속될까?	22

기업분석

쌍용 C&E (003410)	26
케이씨씨글라스 (344820)	30
동양파일 (228340)	35
하츠 (066130)	39
금강공업 (014280)	45

Part I

건설, 전자재 Overweight 의 근거

눌렸던 성장성이 터지는 시장, 시클리컬은 비싸게 사자

건설이 2023년까지 매출과 이익이 모두 성장할 것이라는 것은 지난해에도 알 수 있는 부분이었습니다. 그럼에도 불구하고 건설사는 지난해동안 왜 디레이팅이 심화되었으며, 급기야 ROE는 점점 증가하는데 PBR은 점차 내려오는 밸류에이션 괴리가 발생했을까요? 이는 강한 공급규제로 인해 향후 성장의 가시성이 크지 않다고 시장에서 이해했기 때문입니다.

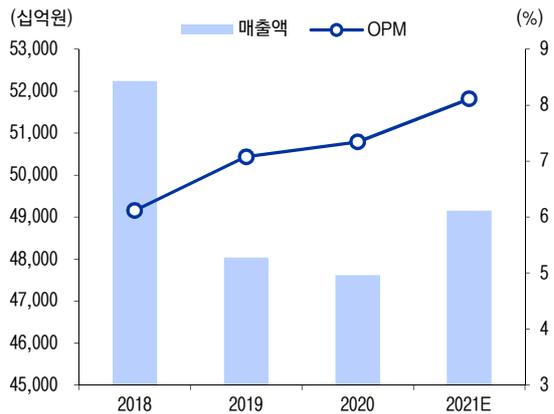
건설의 물가상승률 수준의 성장성조차 정부가 인위적으로 눌러왔기 때문에, 승수의 마법으로 몇 년치 낮은 성장성이 누적적으로 곱해지면서 지금은 주택시장이 아이러니하게도 업사이드가 크게 열린 상황입니다. 대형 건설주는 중동 플랜트 발주 호황기 당시 글로벌 EPC와 유사한 밸류에이션 1.6X를 받았고, 박근혜 정부 착공 랠리 당시 1.0X를 받았습니니다. 문재인 정부 대북 담화 당시 단기 슈팅이 0.9X를 터치하고 내려왔는데, 지난해 저점부터 지금까지 60%의 슈팅을 보여주었지만 그래도 여전히 PBR은 0.8X입니다.

놀려있던 업사이드가 열린 주택시장

정책 모멘텀 슈팅, 실적과 밸류에이션이 주가를 방어

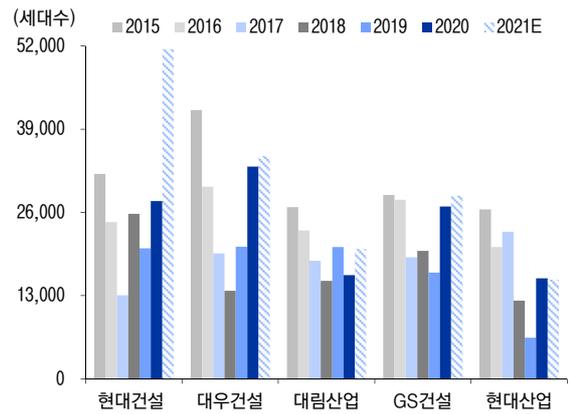
정부의 강한 수요, 공급 양방향 규제에도 불구하고 대형 건설사들은 이미 2019년을 저점으로 분양 턴어라운드와 나타나고 있었으며, 이에 2023년까지 매출과 이익이 모두 성장할 것이라는 것은 지난해에도 알 수 있는 부분이었다. 그렇다면 이익이 성장하는 것이 확정적임에도 불구하고 건설사는 지난해동안 왜 디레이팅이 심화되었으며, 급기야 ROE는 점점 증가하는데 PBR은 점차 내려오는 밸류에이션 괴리가 발생했을까? 이는 강한 공급규제로 인해 시장에서 더는 건설이 벌어들이는 이익의 가치성이 크지 않다고 이해했기 때문이다. 더불어 국내 건설업이 이미 고성숙기에 접어들면서 물가상승률 수준의 성장, 그 이상의 알파를 만들지 않기 때문이기도 하다.

그림1 대형 건설사 2018~2021E 실적 추이



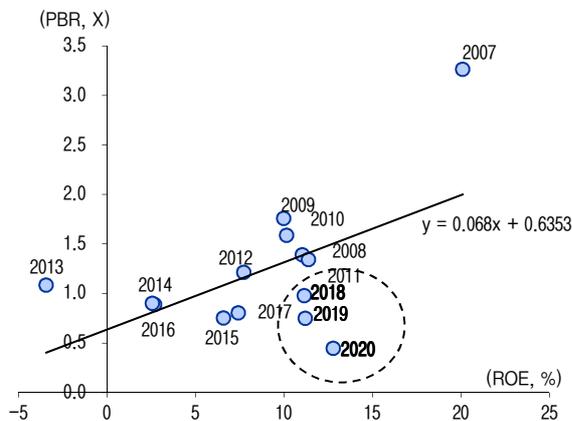
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 각 사별 분양 추이 및 전망



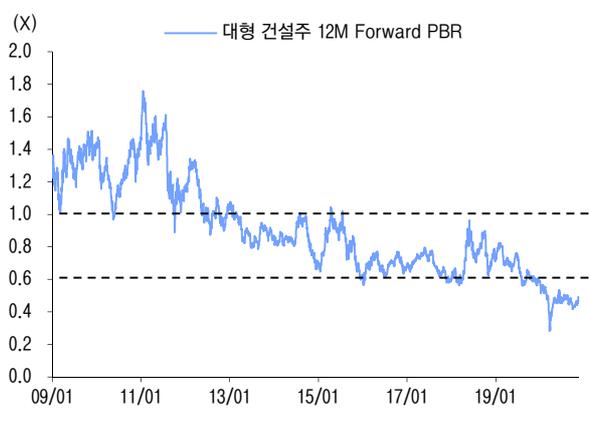
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 건설 ROE~PBR Matrix



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 건설 지난해 12M Forward PBR 추이

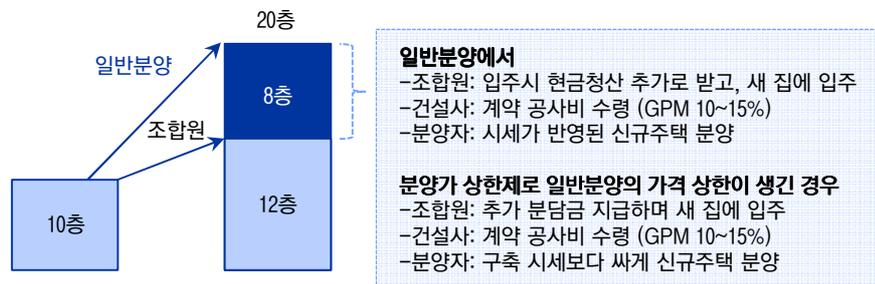


자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

지난 박근혜 정부를 지나며 Peak-out한 주택 인허가와 낮은 입주 공급에도 불구하고, 금번 정부는 공급 규제를 확대했다. 공급 규제의 대표적인, 그리고 가장 강한 정책이 바로 재건축 분양가 상한제이다. 분양가 상한제는 건설사의 마진의 이슈가 아니다. 재건축의 기본 골자는 일반분양을 얼마나 많이 가져가느냐, 일반분양에서 나오는 수익이 얼마나 극대화 되느냐에 따라 조합원의 이익이 달라진다는 것이다. 일반분양에서 생기는 수익을 조합원과 건설사가 나눠가는 것이 재건축인데, 여기서 수익을 나눈다는 것은 조합원이 새 집에 입주하면서 추가금액을 들이지 않고, 심지어는 현금청산을 추가로 받으면서 입주하는 것을 의미한다. 이 때 토지 가격과 건축물 높이에 따라 계약한 건설사에게 지급해야 하는 공사비 규모는 건설사별 대동소이하다.

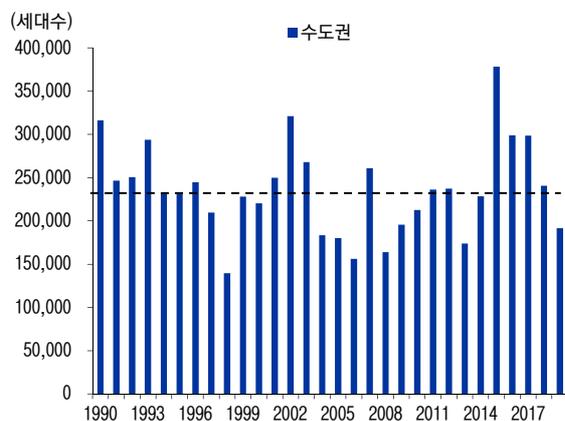
그런데 분양가 상한제가 도입된다는 것은 일반분양 가격이 상한된다는 것이고, 건설사에 지급할 공사비 규모는 정해져 있으니 결국 조합원의 이익이 작아지는 셈이 된다. 대부분은 분양가 상한제 하에서의 재건축은 조합원들이 추가 부담금을 지불하며 새 집에 입주해야한다. 과거 둔촌주공처럼 이미 이주를 나간 사이트면 몰라도, 아직 재건축이 시작되지 않은 조합원들 사이에서는 이견이 나올 수 밖에 없는 부분이다. 심지어 가격 상한이 주변 구축 시세와의 격차가 생기는 경우도 있어서, 이렇게 되면 일반분양 분양자는 시세차익까지 남기게 된다. 조합원들은 돈을 들이고, 일반분양 분양자는 수익을 얻는 구조에서 결국 재건축 사업은 모두 좌초될 수밖에 없는 것이다.

그림5 재건축 및 분양가 상한제 개요



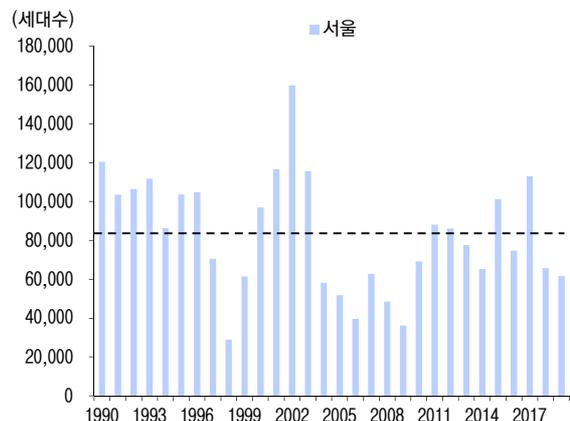
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 수도권 주택 인허가 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 서울지역 주택 인허가 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

심지어 정부는 안전진단 기준 통과를 어렵게 하여 행정적 기준 통과도 어렵게 만들었다. 이렇게 조합원 설립인가도 받지 못한 서울 수도권 재건축 사이트는 8만여세대가 넘는다. 통상적으로 재건축은 초기 계획 단계인 1) 기본계획수립, 정비구역지정까지는 24개월이 소요되며, 2) 추진위 구성 및 안전진단 통과, 조합설립인가까지 12개월, 3) 사업시행인가 9개월, 4) 관리처분인가 및 철거, 준공까지 49개월이 소요, 평균 8.9년의 시간이 걸리는 사업이다. 재건축 가부의 첫 관문이 되는 안전진단은 기존에는 각 자치구가 안전진단을 신청한 아파트와 용역업체 사이에서 이를 관리했으나, 강화된 기준으로는 앞으로 시, 도가 관할하게 된다. 더욱 절차가 까다롭고 복잡해진 것이다.

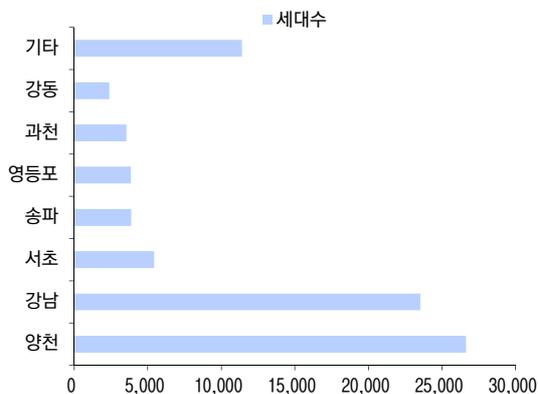
재건축 대기 세대수가 규제 완화로 분양 공급으로 나타날 경우 건설사의 잠재 매출이 얼마나 증가할 수 있는지를 [표1]을 통해 계산해 보았다. 재건축 대기 세대수 8만호가 재건축을 통해 30% 증가된 10만세대가 공급된다는 가정하에, 대형 건설사 6개사 각 사별 잠재 매출은 5.8조원으로 계산된다. 물론 재건축 대기 세대수가 한꺼번에 공급으로 쏟아지지 않는 않지만, 계산상 잠재 매출이 대형 건설사 1년치 주택 먹거리보다 더 많은 수준이며 서울 수도권에서만 이러한 잠재 매출이 있다는 점에서 정책 기조 선회에 따른 착공 빅사이클이 기다려지는 부분이다.

표1 재건축 대기 세대수로 역산해본 대형 건설사 서울/수도권 잠재 매출, 각 사별 6조원 수준

구분	값	비고
재건축 대기 세대수	80,643	조합설립인가 이전의 모든 서울/수도권 단지 세대수
재건축 가정 세대수	104,836	일반분양분 가정
대형건설사 수	6	현대건설, 대우건설, 대림산업, GS건설, 현대산업, 삼성물산
각 사별 세대수	17,473	
평균분양가	10억원	보수적 가정
총매출 (십억원)	17,473	단순 총 매출
공사 기간	3년	단순 철거, 시공 기간
연매출 (십억원)	5,824	대형 건설사 평균 주택 매출 (4~6조원)
순이익률 (%)	10	도급 GPM 15~20% 감안
연이익 (십억원)	582	

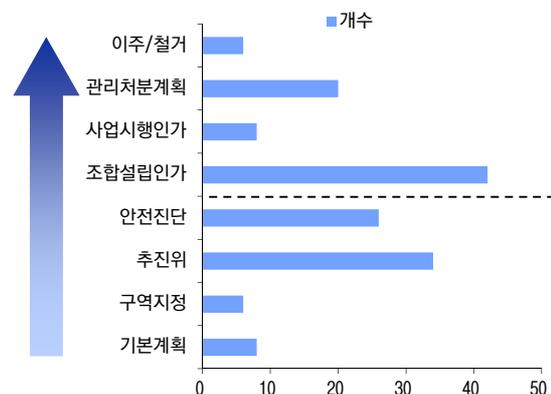
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 수도권 투기과열지구 초기 재건축단지



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 서울시 재건축 사업단계별 사이트 개수



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

건설의 물가상승률 수준의 성장성조차 정부가 인위적으로 눌러왔기 때문에, 승수의 마법으로 몇 년치 낮은 성장성이 누적적으로 곱해지면서 지금은 주택시장이 아이러니하게도 업사이드가 크게 열린 상황이다. 대형 건설주는 중동 플랜트 발주 호황기 당시 글로벌 EPC와 유사한 밸류에이션 1.6X를 받았고, 박근혜 정부 착공 랠리 당시 1.0X를 받았다. 문재인 정부 대북 담화 당시 단기 슈팅이 0.9X를 터치하고 내려왔는데, 지난해 저점부터 지금까지 60%의 슈팅을 보여주었지만 그래도 여전히 PBR은 0.8X이다. 시클리컬, 특히 국내 익스포저가 높은 건설 섹터는 쌀 때 사는 게 아니다. 비쌀때, 즉 밸류에이션이 리레이팅 되었을 때 사는 것이다. 이는 업사이클의 초입을 의미하기 때문이다.

더불어 지난해 코로나19로 인한 기저효과, 유가, 원자재 수급 불균형 및 바이든 당선 후 이머징 시클리컬 경기 회복에 베풀하는 외국인 자금 유입 등의 이유로 건설 뿐만 아니라 전반적인 소재/산업재의 주가가 좋다. 2021년 이익 성장 역시 가파르다. 그런데 건설의 경우는 기 확보한 수주를 바탕으로 2022년 영업이익도 확정적 성장이 나타날 예정이고, 다음 정부의 정책 기조 완화에 대한 모멘텀을 고려한다면 비중확대(Overweight)를 하지 않을 이유가 찾기가 더 어렵다.

그림10 대형 건설주 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 2021~2022E 산업재 영업이익 YoY 성장률

(YoY %)	2021E	2022E
코스피	52.9	15.2
철강소재	128.5	-0.8
산업재	121.5	3.4
건설	26.0	15.7
현대, GS, 대우	43.2	16.4

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 건설/건자재 주요 종목 합산 시가총액 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 대형 건설 6개사 및 KCC, LG하우시스, 한샘, 쌍용C&E 등

Part II

시멘트, PHC 파일, 유리

Q는 당연, P와 C를 찾자

건설과 더불어 건자재 종목들 주가 역시 매출 성장에 대한 베팅으로 리레이팅이 나타나고 있는데, 지금은 모멘텀으로 슈팅하지만 점차 실적이 확인되면서 주가 상승의 근거를 만들 예정입니다. 다만 장기적인 건자재 투자를 위해서는 이러한 매출 볼륨 성장 뿐만이 아니라 가격의 상승, 또는 원가의 개선 등이 추가로 나타나는 종목을 모색해볼 필요가 있어 보입니다. 금번 자료에서는 시멘트, PHC파일, 유리로 산업군을 추려보았습니다.

우리 나라는 폐기물 매립 단가의 상승이 나타나고 있는데, 시멘트 업체들은 폐비닐, 폐타이어 등을 태우면서 연료비 절감 및 수수료 수익, 더불어는 탄소배출권 인한 매각 이익까지 확보할 수 있게 되었습니다. 정기보수로 인한 단기 쇼티지로 단가 인상 협의 가능성도 기대됩니다.

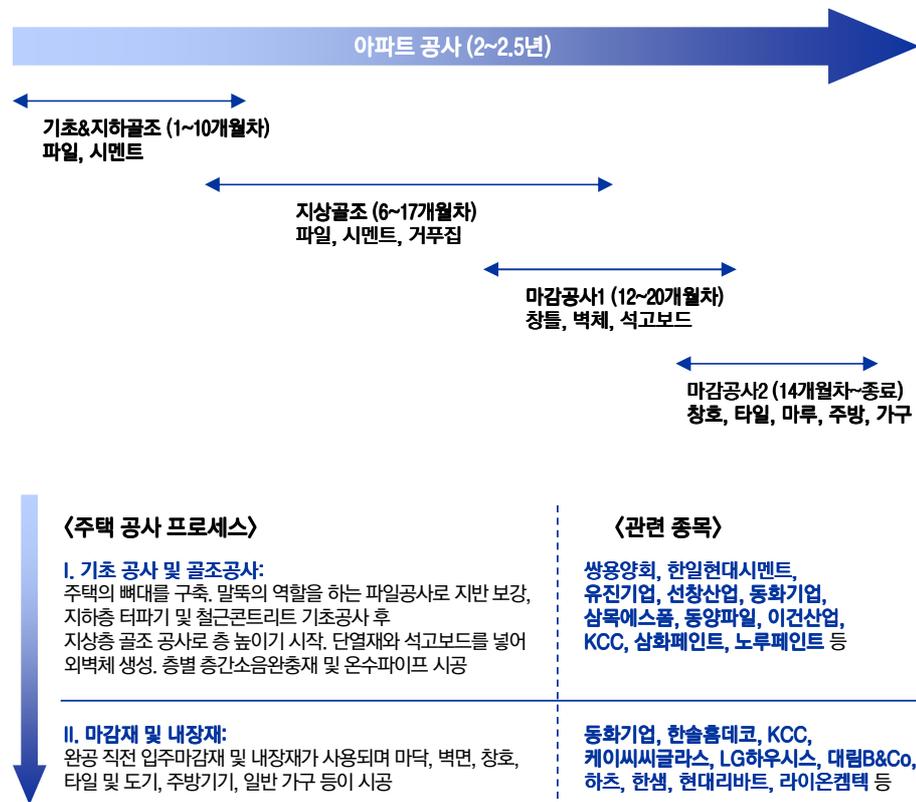
착공 초기 곧바로 투입되는 건자재인 PHC파일은 착공 물량대비 업체들의 낮은 가동률로 수급 불균형이 발생하며 이미 단가가 상승하고 있고, 판유리의 경우 해상운임 증가로 수입유리가 감소하며 업황 전환 국면을 맞이했습니다.

Q의 상승은 당연지사, P와 C를 찾자

P의 증가 또는 C의 개선이 나타날 건자재 업황 점검

최근 정부 정책 기조 완화 및 정책 스탠스 변화에 따라 대형 건설주의 주가 리레이팅 뿐만 아니라 건자재 종목까지 관심이 높아지고 있다. 건자재는 크게 1) 기초공사 및 골조공사 (착공재와 중간재), 2) 마감재 및 내장재 (입주마감재)로 분류할 수 있다. 아파트 분양에서 입주까지 총 2~2.5년의 공사 기간이 소요되기 때문에 건자재 품목의 투입 시기에 따른 종목별 매출 발생 편차는 큰 편인데, 그럼에도 불구하고 과거 2014~2016년 단기 부동산 랠리 당시 건자재 종목들의 주가 수익률은 투입 시기와 무관하게 동반 리레이팅이 나타나는 모습을 보였다. 즉, 투입 순서에 따라 주가가 순차적으로 움직이는 것이 아니라 이미 착공 지표가 턴어라운드 한 시점에 몇 년간 매출 먹거리가 확정되는 것이나 다름 없기 때문에 미래 이익 성장 기대감을 투입 시점과 무관하게 주가에 선반영 하는 것이다. 최근 주가 역시 매출 성장에 대한 베타로 리레이팅이 나타나고 있는데, 지금은 모멘텀으로 슈팅하지만 점차 실적이 확인되면서 주가 상승의 근거를 만들 예정이다. 다만 장기적인 건자재 투자를 위해서는 이러한 매출 볼륨 성장 뿐만 아니라 가격의 상승, 또는 원가의 개선 등이 추가로 나타나는 종목을 모색해볼 필요가 있어 보인다. 금번 자료에서는 시멘트, PHC파일, 유리로 산업군을 추려보았다.

그림13 아파트 공사 과정 및 유관 종목

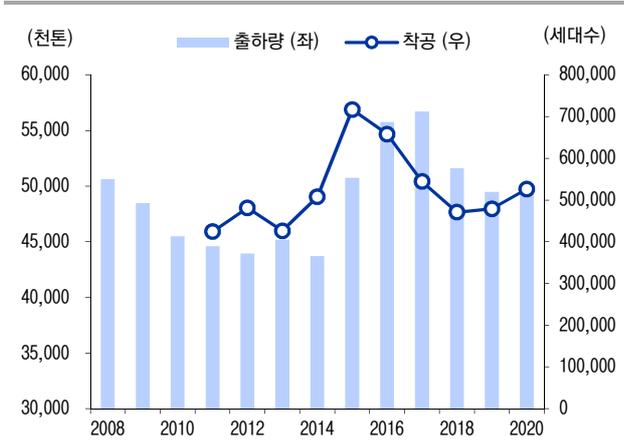


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

1) 시멘트: ESG로 환골탈태, 가격인상 기대감은 덤

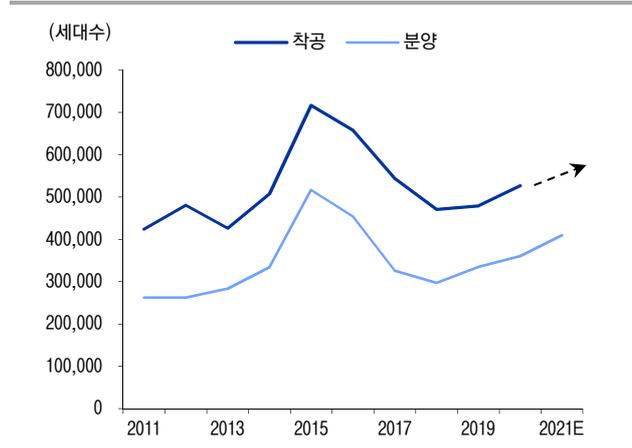
착공 사이클 둔화에 따라 시멘트 출하량 역시 그간 크게 감소했다. 그러나 시멘트는 현재 수급대란이 나타나고 있는 대표적인 건자재이다. 착공은 늘었는데 지난해부터 출하가 그만큼 늘지 못했던, 특히 1분기 본격적인 쇼티지가 발생한 이유는 환경부의 오염물질 배출부담금 부과에 기인한다. 지난해는 배출 기준치를 넘어서지 않게 생산량을 조절했다면, 올해 1분기는 시멘트사 대부분이 환경설비 추가 설치 및 유지보수 일정이 겹치게 되면서 착공 물량 대비 생산이 부족한 실정이 되었다. 올해 분양 역시 큰 폭으로 증가하기 때문에 착공은 더욱 증가하게 될텐데, 이러한 수급 불균형은 몇 년간 눌러있던 시멘트 단가 인상 가능성을 더욱 높아지게 한다. 시멘트 업체들은 지난해부터 래미콘사 및 건설사들에 시멘트 단가 인상을 요구해왔다. 현재 실적 컨센서스는 이러한 단가 인상분은 고려하지 않은 매출 볼륨의 증가만 가정하고 있는데, 시멘트 업계가 제시하는 단가인 톤당 8만원 이상으로 가격이 결정된다면 25% 이상 매출 업사이드가 생긴다.

그림14 시멘트 출하량과 착공 세대수 추이 비교



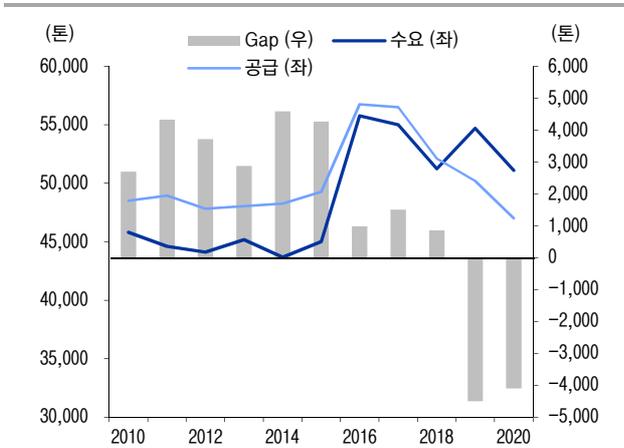
자료: 한국시멘트협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 주택 착공, 분양 추이 비교



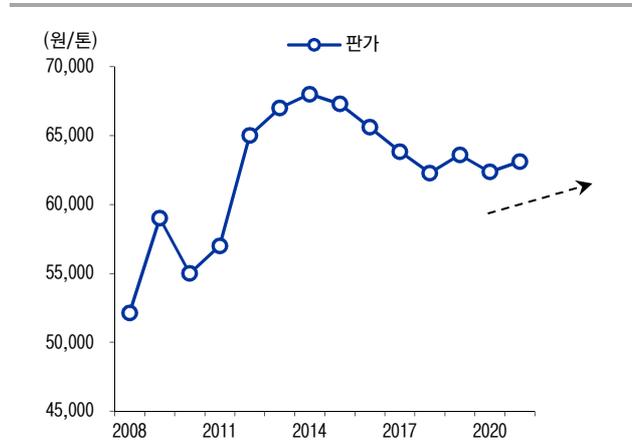
자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 시멘트 수요~공급 추이



자료: 대한건설협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 시멘트 평가 추이

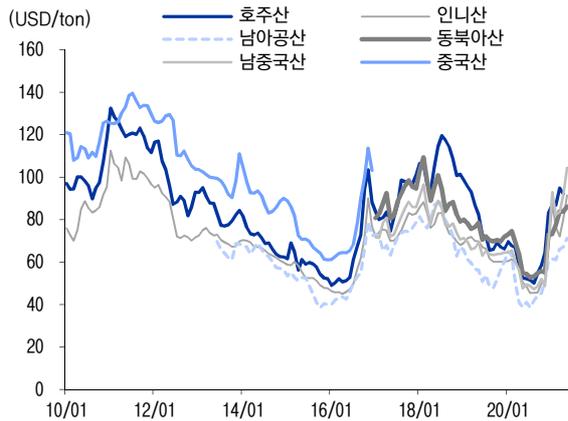


자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

또한 시멘트 업체들은 이미 ESG로 사업 다각화를 하면서 수익 창출을 하고 있다는 점 역시 원자재 가격 랠리 가운데 마진률을 방어하는 중요한 투자 포인트이다. 시멘트를 생산하는 킬른(소성로)에 사용되는 주 원재료인 유연탄 가격 역시 최근 급상승이 나타나고 있는데, 그럼에도 불구하고 시멘트 업체들의 GPM은 비교적 방어되고 있는 모습이다. 원재료 가격 상승분만큼이 곧바로 마진 훼손에 영향을 미치지 않는 이유는 시멘트 업체들의 친환경설비 덕분이다.

글로벌 시멘트 업체들은 유연탄을 대신해 순환자원, 즉 폐비닐, 폐타이어 등을 원료로 태우는 설비를 설치하여 환경오염 문제에 대응하고 있으며 한국 업체들도 본격적으로 유연탄을 순환자원으로 대체하려는 움직임이 빠르게 나타나고 있다. 킬른의 내부 온도는 2000℃로, 900℃에 달하는 소각로와는 달리 폐기물 및 합성수지의 완전 연소가 가능하기 때문에 오염물질이 파괴/분해된다. 최근 우리나라는 코로나19로 인한 생활 쓰레기 증가와 수도권 매립지 부족으로 인한 폐기물 매립 단가의 상승이 나타나고 있는데, 시멘트 업체들은 폐비닐, 폐타이어 등을 태우면서 연료비 절감 및 수수료 수익, 더불어는 유희 탄소배출권으로 인한 매각 이익까지 확보할 수 있게 되었다.

그림18 유연탄 가격 추이



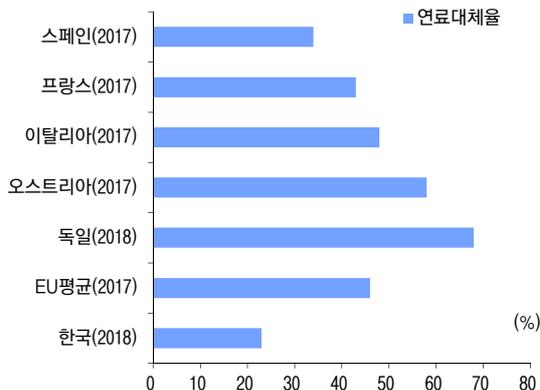
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 시멘트 합산 매출총이익률 추이



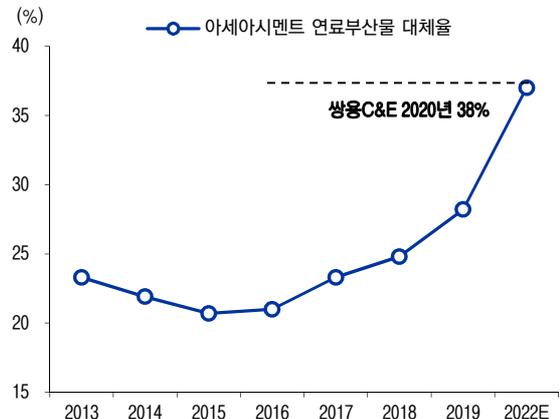
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 글로벌 시멘트 업체 유연탄 순환자원 대체율 비중



자료: 유럽시멘트협회, 한국시멘트협회, 아세아시멘트, 이베스트투자증권 리서치센터

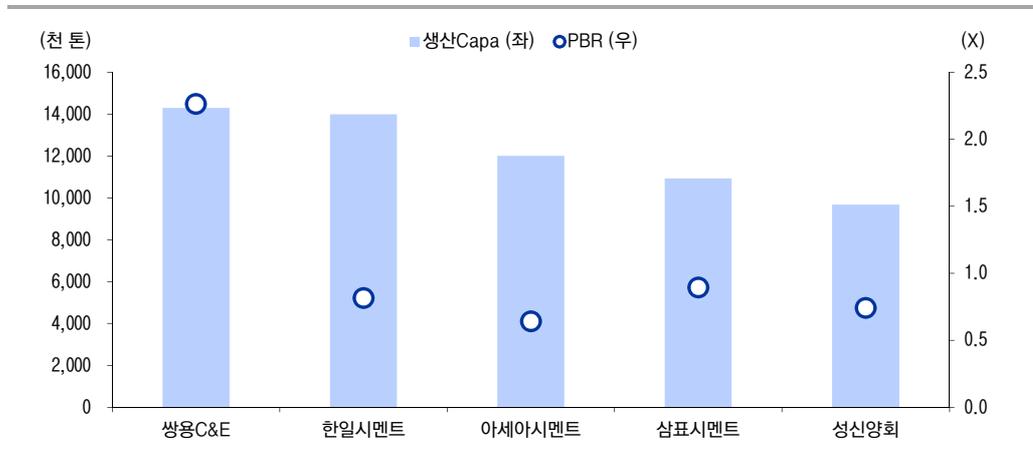
그림21 아세아시멘트 유연탄 순환자원 대체율 추이



자료: 아세아시멘트, 이베스트투자증권 리서치센터

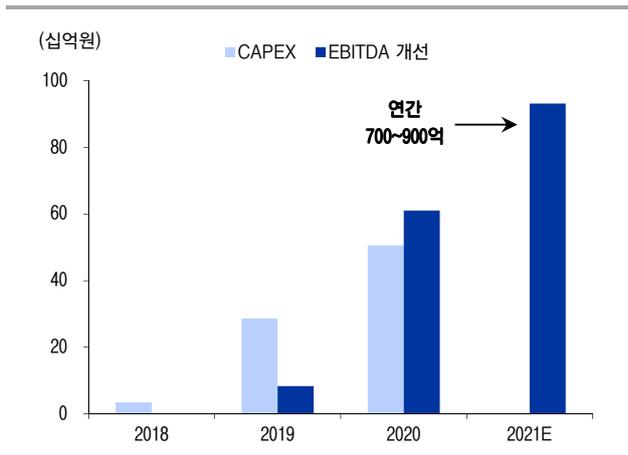
친환경 설비를 가장 공격적이고 선제적으로 설치한 회사는 쌍용C&E (구 쌍용양회)이다. 쌍용은 2016년 한앤컴퍼니가 인수하면서 3단계에 걸친 공격적인 CAPEX를 집행해왔는데, 기존 낙후설비를 교체하고 보강하는 투자도 있었지만 2018년부터 1,000억 원 가량의 CAPEX를 통해 순환연료 처리설비를 설치했다. 아세아시멘트의 2022년 목표 순환연료 대체율이 37%인데, 쌍용C&E는 지난해 이미 순환연료 대체율이 38%로 업계 최고 수준이다. 최근 쌍용C&E는 영월 석회광산을 폐기물 매립사업으로 활용하고자 영월군과 협의 중인데, 이러한 ESG에 대한 적극적인 노력으로 알파 성장성이 더해지면서 Peer대비 높은 밸류에이션을 받고 있다. 물론 최근 시멘트 상장사가 매출 불륜 성장과 단가 인상 기대감으로 인한 동반 리레이팅이 나타나고 있는데, 생산 Capa 대비 밸류에이션은 아세아시멘트가 가장 싸다.

그림22 주요 시멘트사 생산능력 및 PBR 비교



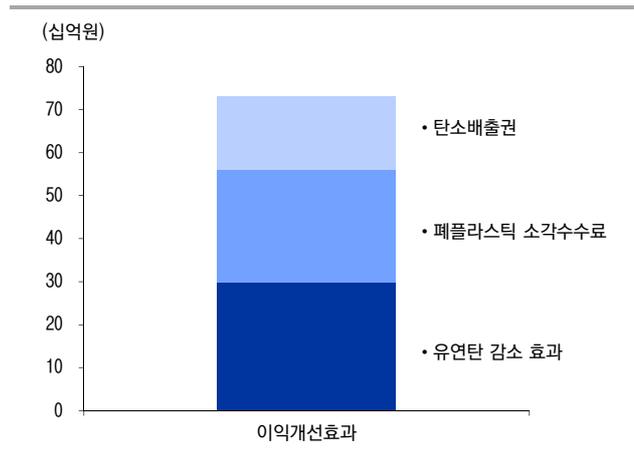
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 쌍용 C&E 순환연료 CAPEX와 EBITDA 개선 효과



자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 쌍용 C&E 순환자원처리시설로 인한 항목별 이익개선



자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

2) PHC파일: 쉽게 해소되지 않을 Shortage

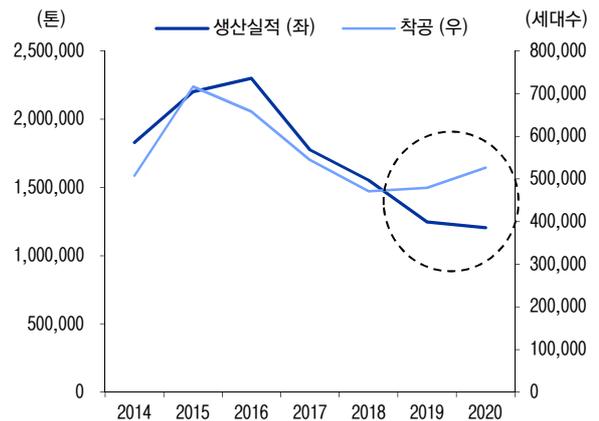
PHC(Pretensioned spun High strength Concrete)파일은 원심력을 응용해 만든 고강도 말뚝으로, 착공 초기에 곧바로 투입되는 착공재이다. 지반이 약할수록, 진물이 높을수록 많은 PHC파일이 투입되는데, 시멘트보다 더욱 수급 쇼티지가 나타나고 있는 품목이 바로 PHC파일이다. PHC파일을 생산하는 중소 업체들이 많은데, 상장사인 삼일씨엔에스, 동양파일, 그리고 아이에스동서의 연결 자회사인 비상장사 영풍파일이 Big 3로 M/S의 40%를 차지하고 있다. 케이씨씨글라스 역시도 코리아오토글라스를 합병하며 파일 사업부를 보유하고 있으며, M/S 9%를 차지한다. 파일은 제품 특성상 벌크하기 때문에 야드에 적재하는 한계가 있어, 착공 둔화기에 고강도 인력 구조 조정을 통해 크게 감산을 시켜두었다. 그러나 2020년말부터 수급 쇼티지가 급격히 벌어진 상황으로, 다운사이클에 적자로 몇 년간 애를 먹던 파일 업체가 당장 공격적으로 인력 채용을 하면서 가동률 램프업을 하기도 어렵기 때문에 수급 불균형이 단기에 해소되기는 어려워 보인다.

그림25 PHC 파일



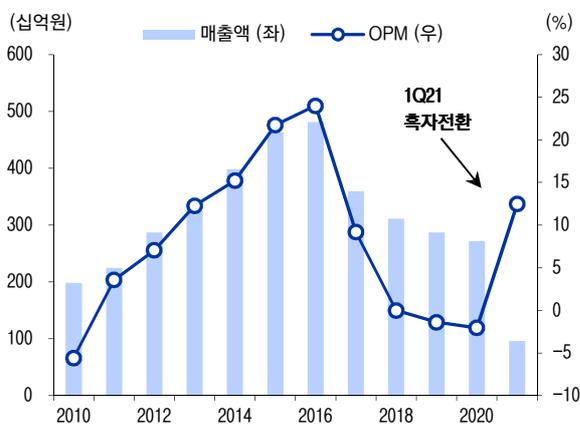
자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 PHC 파일 생산실적 및 착공 세대수 비교



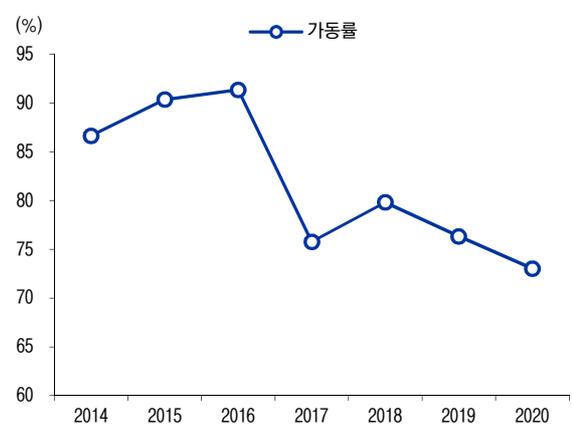
자료: 각 사, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 PHC 파일 주요 3사 매출액, 영업이익률 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 영풍파일의 경우 분기 영업이익값이 없어 1Q21만 순이익 기준 합산

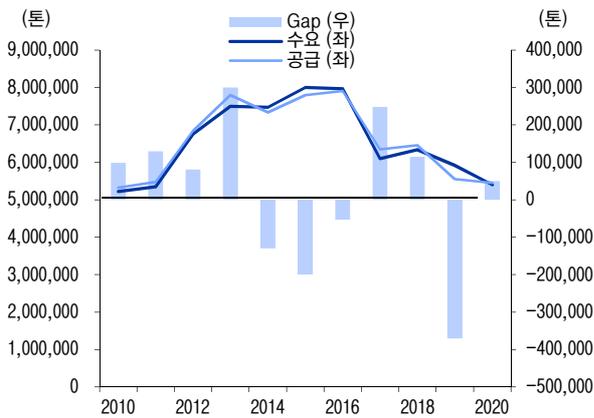
그림28 PHC 파일 상장 2사 가동률 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 수급 불균형에 따라 PHC파일의 톤당 가격은 2월부터 급격하게 상승하기 시작했다. 지난해 톤당 9만원이던 PHC파일은 1분기 기준 13만원까지 급상승하면서 파일 업체들은 1분기 저마다 강한 실적 턴어라운드를 시현했다. 생산량 증가와 단가 인상이 1분기부터 본격적으로 시작된 만큼, 2분기는 더욱 높은 수준의 실적 성장이 기대되지 않을 수 없다. 다만, 과거 PHC파일 업체들의 역사적 최고 수준의 영업이익률인 25%~30%를 기대하기는 어렵다. 매출 볼륨 성장에 따른 이익 볼륨의 확대로 이익률 개선은 분명하나, PHC파일은 철강자재가 원재료 비중의 50% 수준이기 때문에 최근 원자재 가격 슈팅으로 인해 최고수준의 이익률을 기대할 수는 없다.

그림29 PHC파일 수요~공급 추이



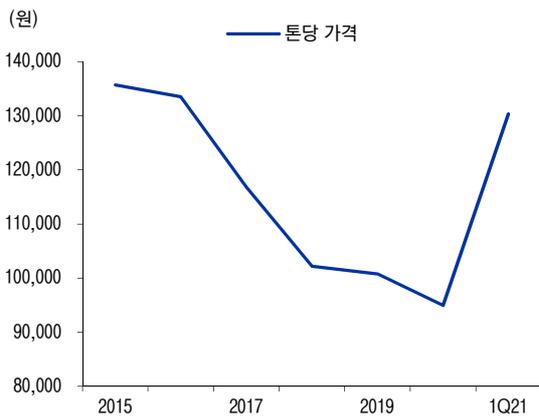
자료: 대한건설협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 PHC파일 생산자물가지수



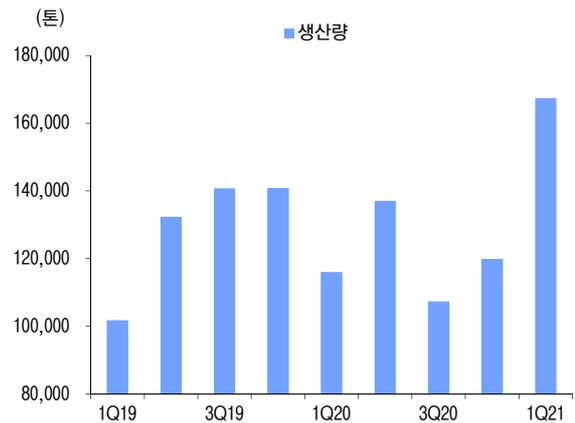
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 PHC파일 톤당 가격 추이



자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 동양파일 분기별 생산량 추이

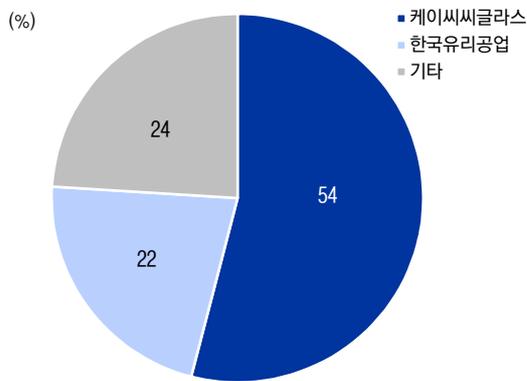


자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터

3) 유리: 국내 판유리 업황의 반전

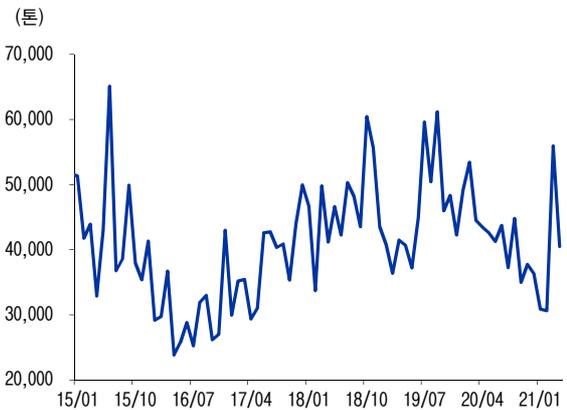
국내 판유리 생산 업체는 케이씨씨글라스, 한국유리공업 2개사 과점이다. 나머지 기타 유리는 중국 및 말레이시아 수입 유리가 대부분인데, 중국 업체는 반덤핑 제소로 대부분 말레이시아산 유리가 한국에 들어온다. 2009년 15% 비중이던 수입유리는 24%까지 증가하며 국내 유리 업체들의 M/S를 빼앗았으며, 건축경기 악화로 유리 업체들의 몇 년간의 고전이 지속되었다. 그러나 코로나19로 인한 해상 운임 증가로 말레이시아 유리의 국내 가격 경쟁력이 떨어졌으며, 말레이시아 유리 공장 소유가 대부분 중국 업체들이기 때문에 중국으로 선제적 공급이 들어가며 현재 수입 물량 자체가 감소한 상황이다. 유리는 중간재~입주마감재적 성격에 가까워 투입 시기가 아직 남은데다, 1분기 계절적 여파로 아직까지 kg당 가격이 오르고 있지는 않지만 이러한 수급 불균형이 지속된다면 가격이 상승할 가능성이 크다.

그림33 판유리 M/S 비중



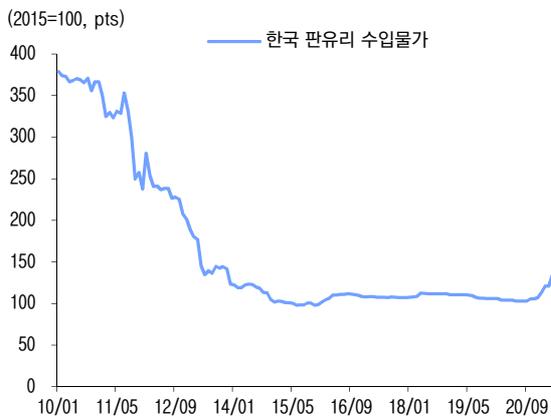
자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 판유리 수입 증량 추이



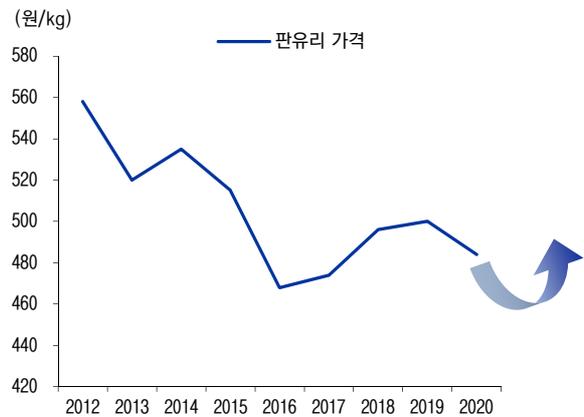
자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 한국 판유리 수입물가지수



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 국내 판유리 kg 당 가격 추이



자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

건자재 랠리, 언제까지 지속될까?

정책 기조가 없어도 이미 40만호, 분양 전고점을 향해

사실상 건자재는 앞서 P와 C가 없이 오직 Q 하나만으로도 전고점 혹은 그 이상까지도 업사이드가 열려있다는 판단입니다. 이유는 선행지표인 인허가, 그리고 최근 정부의 정책 기조에서 찾을 수 있습니다.

우선 인허가 4월 누계 물량은 전년동기대비 17.5% 증가했는데, 착공이 6개월~1년까지 소요되는 점을 감안할 때 이는 올해보다는 내년의 착공 대한 기대감을 갖게 합니다. 과거 분양 최대치가 52만세대 였는데 올해 정책 기조가 반영되지 않은 분양 예정 물량이 40만호, 착공 선행지표인 인허가가 상승하는 점을 고려할 때 내년 최소 44만호의 공급이 가능할 전망입니다. 이는 두번째 사상 최고치 수준입니다.

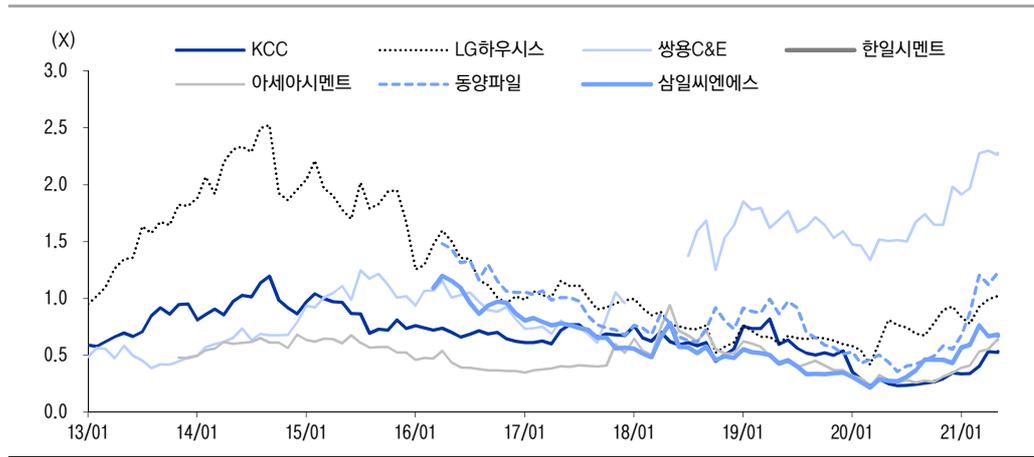
또한 서울시의 역세권 용적을 상향, 국토부의 3기 신도시 용적을 상향 검토 등 민간+공공 양방향 공급 확대 기조가 착공 빅사이클을 만들 것입니다.

건자재, 착공 빅사이클을 향해

건자재 밸리는 단기간에 끝나지 않는다

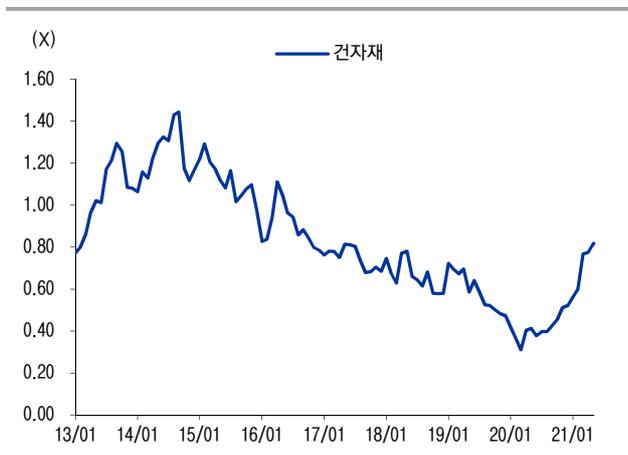
건자재는 제품별 절대 밸류에이션의 차이가 있긴 하지만, 주가는 동반 리레이팅~디레이팅 되는 모습이다. 2014~2017년 부동산 착공 밸리 당시에도 강한 주가슈팅이 나타났던 건자재의 제품 무관 평균 PBR은 1.2X 수준이었다. 최근 주가 상승으로 PBR은 평균 0.8X까지 회복했지만, 지금까지의 반등이 정책 기대감에 따른 모멘텀 슈팅이었다면 장기적으로는 실적을 확인하면서 주가가 더 오를 여지가 있어 보인다. 참고로 아직은 적자이거나 실적 턴어라운드 나타나지 않은 종목들이 있어 PER로 설명할 수는 없다. 다만 대표 건자재인 KCC와 LG하우시스가 착공 밸리 당시 PER이 20X 수준이었음을 참고할 필요는 있다.

그림37 건자재 주요 종목 PBR 추이



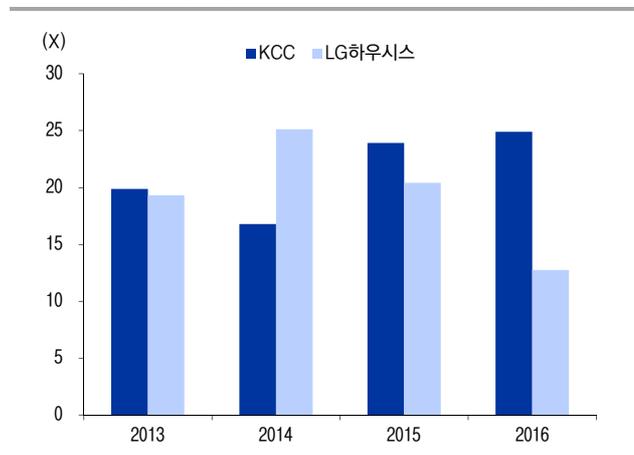
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 건자재 평균 PBR 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

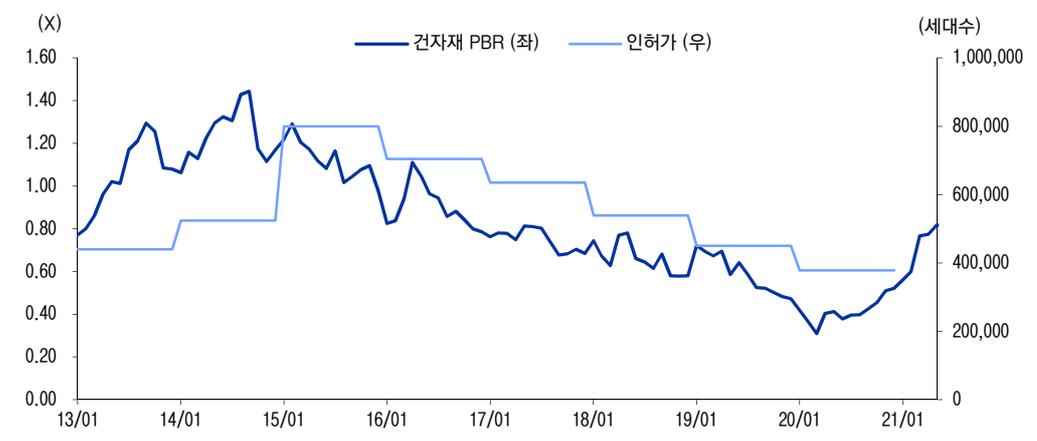
그림39 KCC, LG 하우스 2013~2016년 연간 PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

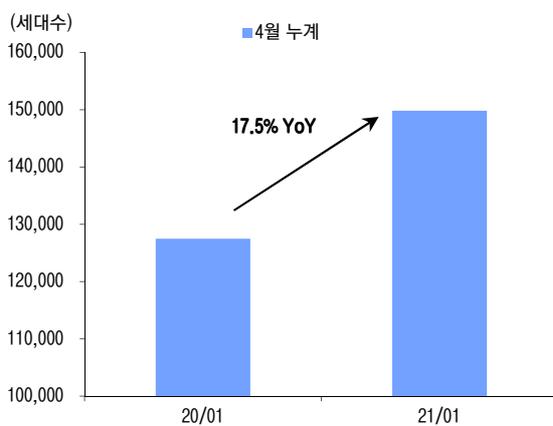
최근 건자재의 주가 상승 논리가 오직 Q의 성장에 베팅하는 것인데, 앞서 P와 C가 없이 오직 Q 하나만으로도 전고점 혹은 그 이상까지도 업사이드가 열려있다는 판단이다. 이유는 선행지표인 인허가, 그리고 최근 정부의 정책 기조에서 찾을 수 있다. 우선 인허가 4월 누계 물량은 전년동기대비 17.5% 증가했는데, 착공이 6개월~1년까지 소요되는 점을 감안할 때 이는 올해보다는 내년의 착공 대한 기대감을 갖게 한다. 2021년 올해 착공이 늘어난다는 것은 건설사들의 분양 공급 가이드스가 높기 때문에 자명한 일이지만, 섹터의 밸류에이션 디스카운트 요소였던 2022년 이후 성장성에 대한 물음표가 해소될 수 있다는 점에서 상당히 의미가 있다. 과거 분양 최대치가 52만세대 였는데, 올해 정책 기조가 반영되지 않은 분양 예정 물량이 40만호이고, 착공 선행지표인 인허가가 상승하는 점을 고려할 때 내년 최소 10% 수준의 분양이 늘어난다고 해도 44만호, 두번째 최고치 수준이다. 서울시의 역세권 용적률 상향, 국토부의 3기 신도시 용적률 상향 등 민간+공공 양방향 공급 확대 기조가 착공 빅사이클을 만들 것이다.

그림40 건자재 평균 PBR 및 인허가 추이



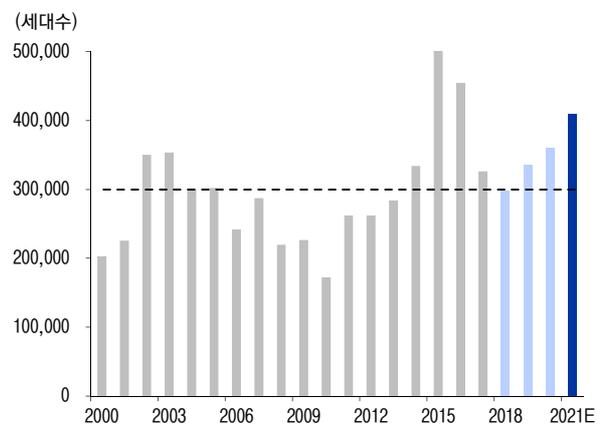
자료: FnGuide, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 4월 누계 기준 인허가 세대수



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 연간 분양물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

쌍용 C&E (003410)	26
케이씨씨글라스 (344820)	30
동양파일 (228340)	35
하츠 (066130)	39
금강공업 (014280)	45

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
쌍용 C&E	Buy(신규)	9,500 원(신규)
케이씨씨글라스	Not Rated	Not Rated
동양파일	Not Rated	Not Rated
하츠	Not Rated	Not Rated
금강공업	Not Rated	Not Rated

쌍용C&E (003410)

친환경 기업으로의 탈바꿈!

2021. 6. 7

건설/건자재

Analyst 김세련

02. 3779-8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 **9,500 원**

현재주가 **7,830 원**

본업 턴어라운드 의 한 해, 단가 인상도 기대

쌍용C&E의 2021년 실적은 매출액 1조 5,581억원으로 전년대비 5.9% 성장, 영업이익은 2,641억원으로 전년대비 5.6% 성장할 것으로 예상된다. 실적 추정에 가정된 출하량 성장률은 3%, 톤당 단가 가정은 65,000원이다. 시멘트는 현재 공급대란이 나타나고 있는 대표적인 건자재이다. 착공은 늘었는데 지난해부터 출하가 그만큼 늘지 못했던, 특히 1분기 본격적인 쇼티지가 발생한 이유는 환경부의 오염물질 배출부담금 부과에 기인한다. 지난해는 배출 기준치를 넘어서지 않게 생산량을 조절했다면, 올해 1분기는 시멘트사 대부분이 환경설비 추가 설치 및 유지보수 일정이 겹치게 되면서 착공물량 대비 생산이 부족한 실정이 되었다. 올해 분양 역시 큰 폭으로 증가하기 때문에 착공은 더욱 증가하게 될텐데, 이러한 공급 불균형은 몇 년간 높여있던 시멘트 단가 인상 가능성을 더욱 높아지게 한다. 시멘트 업체들은 지난해부터 레미콘사 및 건설사들에 시멘트 단가 인상을 요구해왔다. 현재 실적 컨센서스는 이러한 단가 인상분은 고려하지 않은 매출 볼륨의 증가만 가정하고 있는데, 시멘트 업계가 제시하는 단가인 톤당 8만원 이상으로 가격이 결정된다면 25% 이상 매출 업사이드가 생긴다.

유연탄 대신 폐기물 소각으로 수수료 수익과 원가 절감까지

시멘트 업체들은 이미 ESG로 사업 다각화를 하면서 수익 창출을 하고 있다는 점 역시 원자재 가격 랠리 가운데 마진률을 방어하는 중요한 투자 포인트이다. 시멘트를 생산하는 킬른에 사용되는 주 원재료인 유연탄 가격 역시 최근 급상승이 나타나고 있는데, 그럼에도 불구하고 시멘트 업체들의 GPM은 비교적 방어되고 있는 모습이다. 원재료 가격 상승분만큼이 곧바로 마진 훼손에 영향을 미치지 않는 이유는 시멘트 업체들의 친환경설비 덕분이다. 쌍용C&E는 2016년 한앤컴퍼니가 인수하면서 3단계에 걸친 공격적인 CAPEX를 집행해왔는데, 2018년부터 1,000억원 가량의 CAPEX를 통해 순환연료 처리설비를 4기까지 설치했다. 쌍용C&E의 순환연료 대체율은 38%로 업계 최고 수준이다. 추가로 쌍용C&E는 영월 석회광산을 폐기물 매립사업으로 활용하고자 영월군과 협의 중인데, 이러한 ESG에 대한 적극적인 노력으로 알파 성장성이 더해지면서 Peer대비 높은 밸류에이션에 설명력이 더해지고 있다. 업종 EV/EBITDA 멀티플 9X에서 30% 할증한 11.5X를 적용하여 목표주가 9,500원, 투자의견 Buy를 제시한다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/4)	3,240.08 pt
시가총액	39,452 억원
발행주식수	503,860 천주
52 주 최고가 / 최저가	7,900 / 5,362 원
90 일 일평균거래대금	149.15 억원
외국인 지분율	3.4%
배당수익률(21.12E)	5.6%
BPS(21.12E)	3,205 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 0.9%
	6개월 7.7%
	12개월 -19.1%
주주구성	한앤코시멘트홀딩스 78.0%
	자사주 (외 1인) 3.1%
	쌍용양회우리사주 (외 1인) 0.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,538	229	168	131	259	-10.7	393	21.9	8.6	1.6	7.0
2020	1,471	250	165	138	274	6.1	425	24.4	6.5	2.0	7.9
2021E	1,558	264	179	147	291	6.1	441	26.9	9.9	2.4	8.9
2022E	1,598	277	191	157	311	7.0	455	25.1	8.9	2.5	9.9
2023E	1,640	292	206	169	336	7.9	471	23.3	7.7	2.6	11.1

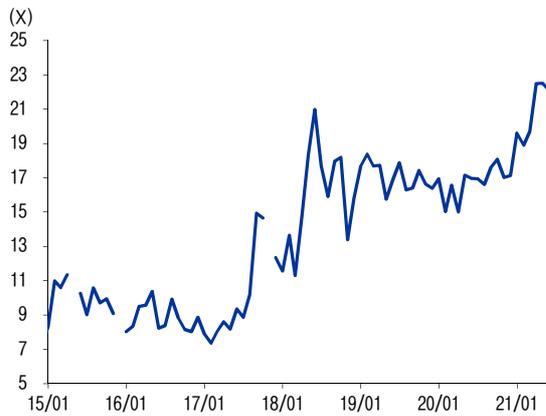
자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표2 쌍용 C&E 목표주가 산정

(단위: 십억원)	항목	비고
영업가치	5,087	
목표 EBITDA	442	12M Forward EBITDA
EV/EBITDA (X)	11.5	업종 평균 EV/EBITDA 9X대비 30% 할증
순차입금	439	2021E
Net Asset Value	4,649	
# of shares (천 주)	502,282	자사주 차감 유통주식수
목표주가 (원)	9,500	
현재주가 (6/4, 원)	7,830	
Upside (%)	21.3	

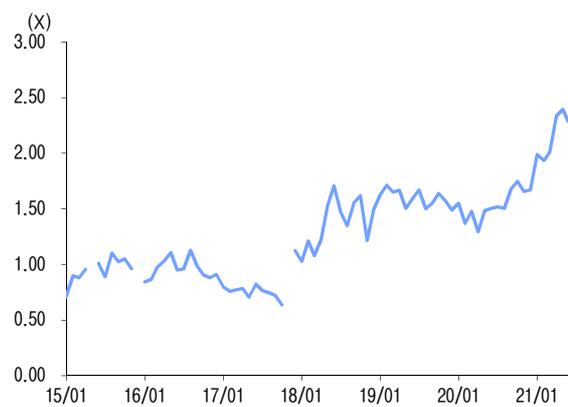
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 쌍용 C&E 12M Forward PER (월간, 장기)



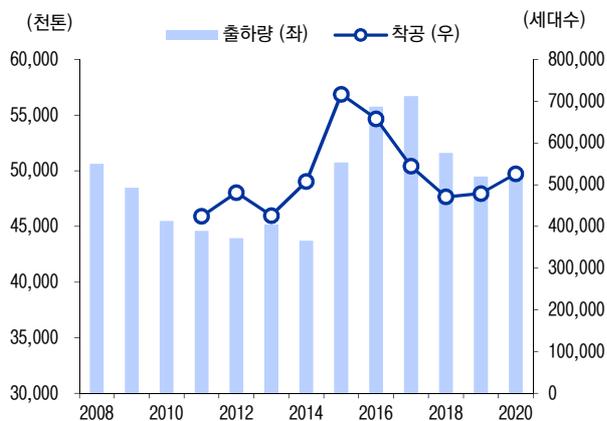
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 쌍용 C&E 12M Forward PBR (월간, 장기)



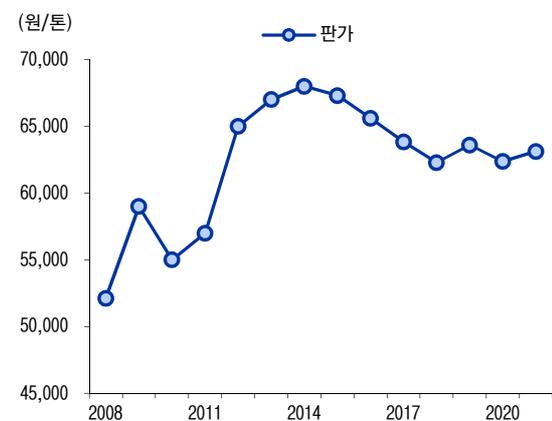
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 시멘트 출하량과 착공 추이



자료: 한국시멘트협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 쌍용 C&E 시멘트 평가 추이



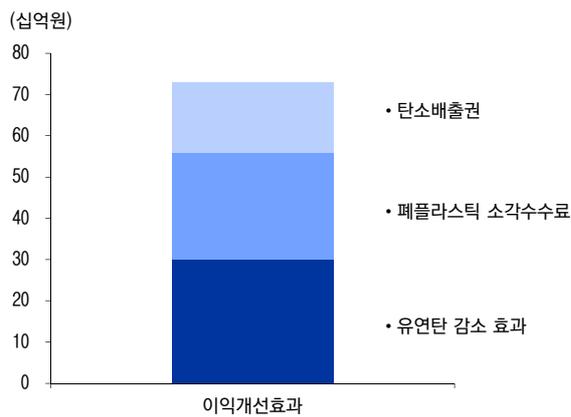
자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 쌍용 C&E 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,471	1,558	1,598	314	385	346	426	337	406	363	452
쌍용C&E 별도	993	1,066	1,098	207	256	234	296	232	270	253	311
대한시멘트	155	160	164	34	41	33	47	34	44	35	47
쌍용레미콘	337	340	344	75	91	80	91	76	94	77	94
기타	-14	-8	-8	-2	-4	-1	-7	-5	-2	-2	1
Sales Growth (YoY %)	-4.4	5.9	2.6	-6.8	-9.2	-3.8	1.9	7.2	5.4	5.1	6.2
쌍용C&E 별도	0.0	3.0	3.0	-8.0	-8.9	-4.5	1.0	12.1	5.5	8.2	5.0
대한시멘트	-1.5	1.0	1.0	4.7	-5.0	-4.6	5.2	1.5	5.7	5.5	-0.1
쌍용레미콘	303.5	-44.3	0.0	-4.9	-4.9	8.1	-2.6	0.7	2.8	-3.5	3.4
매출총이익	416	434	449	68	127	101	120	72	120	105	138
매출총이익률 (%)	28.3	27.9	28.1	21.7	33.1	29.1	28.1	21.3	29.6	28.8	30.5
영업이익	250	264	277	31	91	54	75	33	79	61	91
(YoY %)	9.1	5.6	4.7	43.4	7.5	2.1	6.0	6.2	-12.4	12.5	22.1
쌍용C&E 별도	196	201	212	26	70	43	57	25	61	47	68
대한시멘트	23	23	25	3	7	4	9	3	7	5	8
쌍용레미콘	9	3	6	-1	6	2	2	0	1	1	1
영업이익률 (%)	17.0	17.0	17.3	9.8	23.5	15.6	17.5	9.7	19.6	16.7	20.1
쌍용C&E 별도	19.7	18.9	19.3	12.7	27.2	18.5	19.3	10.9	22.4	18.7	21.9
대한시멘트	14.8	14.6	15.2	9.5	16.4	12.6	18.8	8.8	16.3	14.8	17.0
쌍용레미콘	2.7	1.0	1.8	-1.1	6.8	2.1	2.1	-0.3	1.2	1.6	1.3
순이익	138	147	157	19	54	23	42	20	46	32	49
(YoY %)	5.4	6.1	7.0	44.2	-6.0	-27.1	44.5	1.1	-13.4	38.3	15.9
순이익률 (%)	9.4	9.4	9.8	6.2	13.9	6.6	9.9	5.8	11.5	8.7	10.8

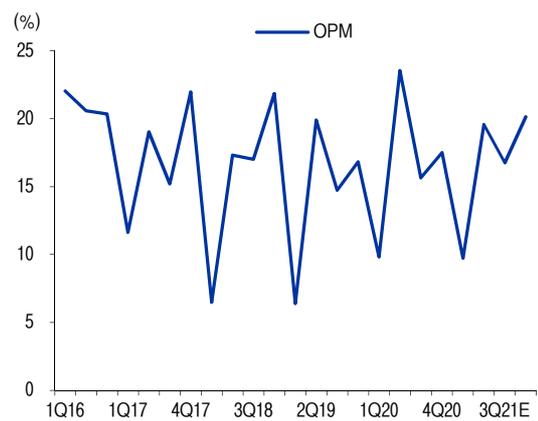
자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 쌍용 C&E 순환자원처리시설 이익 개선효과



자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 쌍용 C&E 분기 영업이익률 추이 및 전망



자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

쌍용C&E (003410)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	747	708	1,012	1,344	1,757
현금 및 현금성자산	255	216	525	839	1,271
매출채권 및 기타채권	308	312	317	330	325
재고자산	129	114	113	116	117
기타유동자산	54	66	58	59	45
비유동자산	2,621	2,619	2,250	1,859	1,398
관계기업투자등	125	143	-223	-600	-1,037
유형자산	2,154	2,153	2,150	2,136	2,112
무형자산	342	323	323	323	323
자산총계	3,368	3,327	3,262	3,203	3,155
유동부채	682	454	465	471	475
매입채무 및 기타채무	247	231	243	250	255
단기금융부채	60	53	53	53	53
기타유동부채	375	170	169	168	168
비유동부채	885	1,183	1,183	1,182	1,182
장기금융부채	49	65	67	69	71
기타비유동부채	835	1,118	1,116	1,113	1,111
부채총계	1,567	1,637	1,648	1,653	1,658
지배주주지분	1,801	1,690	1,615	1,550	1,497
자본금	505	50	50	50	50
자본잉여금	755	486	486	486	486
이익잉여금	589	1,222	1,147	1,082	1,029
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	1,801	1,690	1,615	1,550	1,497

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	366	386	389	378	421
당기순이익(손실)	131	138	147	157	169
비현금수익비용가감	214	272	248	250	251
유형자산감가상각비	154	165	167	169	170
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타현금수익비용	50	97	71	71	71
영업활동 자산부채변동	21	-25	-6	-29	0
매출채권 감소(증가)	68	-5	-6	-13	5
재고자산 감소(증가)	-19	8	1	-3	-1
매입채무 증가(감소)	-72	-3	-12	-7	-5
기타자산, 부채변동	44	-24	10	-7	1
투자활동 현금	-76	-139	100	117	192
유형자산처분(취득)	-34	-47	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	100	156	156	156	156
기타투자활동	-142	-248	-55	-37	37
재무활동 현금	-265	-286	-181	-181	-181
차입금의 증가(감소)	366	828	-9	-9	-9
자본의 증가(감소)	0	896	0	0	0
배당금의 지급	-210	-222	-222	-222	-222
기타재무활동	-420	-1,787	50	50	50
현금의 증가	25	-38	308	314	432
기초현금	230	255	216	525	839
기말현금	255	216	525	839	1,271

자료: 쌍용C&E, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,538	1,471	1,558	1,598	1,640
매출원가	1,153	1,055	1,124	1,149	1,179
매출총이익	386	416	434	449	460
판매비 및 관리비	157	166	170	172	169
영업이익	229	250	264	277	292
(EBITDA)	393	425	441	455	471
금융손익	-30	-28	-28	-28	-28
이자비용	34	30	30	30	30
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-32	-58	-57	-57	-57
세전계속사업이익	168	165	179	191	206
계속사업법인세비용	37	27	32	34	37
계속사업이익	131	138	147	157	169
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	131	138	147	157	169
지배주주	131	138	147	157	169
총포괄이익	88	132	153	163	175
매출총이익률 (%)	25.1	28.3	27.9	28.1	28.1
영업이익률 (%)	14.9	17.0	17.0	17.3	17.8
EBITDA 마진률 (%)	25.5	28.9	28.3	28.5	28.7
당기순이익률 (%)	8.5	9.4	9.4	9.8	10.3
ROA (%)	3.9	4.1	4.5	4.9	5.3
ROE (%)	7.0	7.9	8.9	9.9	11.1
ROIC (%)	7.1	8.0	9.6	12.0	16.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	21.9	24.4	26.9	25.1	23.3
P/B	1.6	2.0	2.4	2.5	2.6
EV/EBITDA	8.6	6.5	9.9	8.9	7.7
P/CF	8.3	8.2	10.0	9.7	9.4
배당수익률 (%)	7.4	6.6	5.6	5.6	5.6
성장성 (%)					
매출액	1.9	-4.4	5.9	2.6	2.6
영업이익	-7.2	9.1	5.6	4.7	5.5
세전이익	-16.2	-1.8	8.6	7.0	7.9
당기순이익	-10.8	5.4	6.1	7.0	7.9
EPS	-10.7	6.1	6.1	7.0	7.9
안정성 (%)					
부채비율	87.0	96.9	102.0	106.7	110.7
유동비율	109.5	155.9	217.7	285.5	369.7
순차입금/자기자본(x)	36.7	43.3	27.2	7.4	-21.9
영업이익/금융비용(x)	6.7	8.3	8.7	9.2	9.8
총차입금 (십억원)	939	973	963	953	943
순차입금 (십억원)	661	731	439	114	-327
주당지표(원)					
EPS	259	274	291	311	336
BPS	3,564	3,353	3,205	3,076	2,972
CFPS	685	815	784	808	834
DPS	420	440	440	440	440

케이씨씨글라스 (344820)

2021. 6. 7

건설/건자재

Analyst **김세련**

02. 3779-8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

기대감에 올랐고, 실적으로 증명한다

Not Rated

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **62,800 원**

인테리어 성장 지속과 PHC파일 반등, 업황 반전이 기대되는 유리

케이씨씨글라스는 코리아오토글라스와 합병하면서 PHC파일 사업부가 실적에 반영되고 있다. PHC파일 사업부의 M/S는 9% 수준으로, 시장 착공 물량 확대에도 불구하고 PHC파일은 다운사이클에서 인력 구조조정 등에 따라 수급 쇼티지가 발생한 실정이다. 이에 따라 2월부터 톤당 단가가 9만원에서 13만원까지 수직 상승했으며, 대부분의 PHC파일 업체들의 1분기 강한 흑자전환 기조가 확인되었다. PVC 바닥재를 포함한 인테리어 부분의 경우는 지난해에 이어 여전히 우호적인 업황에 따라 매출 성장이 지속 될 것으로 보인다.

다만 판유리의 경우 아직 1분기 분기보고서 기준 가격이 상승하지는 않았는데, 2분기를 저점으로 점진적으로 가격과 가동률이 회복하면서 매출 확대가 나타날 것으로 기대된다. 추세적으로는 하반기부터 매출 확대가 나타날 것으로 보인다. 코로나19와 중국의 부동산 착공 사이클로 인해 말레이시아산 유리 수입이 감소하면서 유리 시장 수급 쇼티지가 예상되는 가운데, 만약 케이씨씨글라스의 1분기 중 중단된 생산라인이 연말 재가동된다면 현 추정치보다 매출액 업사이드는 더 위로 열려있다.

실적으로 증명하는 한 해, PER 10X로 여전히 매력적

건자재 전반적인 업황 호조에 따른 Q 성장으로의 베팅, 그리고 일부 품목의 수급 쇼티지에 따른 실적 개선 기대감으로 케이씨씨글라스 주가는 단기에 빠르게 반등했다. 그러나 2021년 추정 이익 기준으로 케이씨씨글라스의 PER 10X가 채 되지 않는 수준이다. 품목이 달라서 동일 PER로 비교하긴 어려워도, 건자재 PER 밴드가 12~20X 수준임을 고려할 때 여전히 밸류에이션 메리트가 크다.

또한 케이씨씨글라스는 3천억원을 투자해 인도네시아에 첫 해외 판유리 공장을 설립할 것을 발표했는데, 이는 인도네시아의 건축용 판유리 시장 진출 및 장기적으로 안전유리 투자 역시 병행해 현대/기아차 향 매출에 대응하려는 포석으로 판단한다. 기존에 없던 해외 매출에서 업사이드가 생길 수 있다는 점에서는 긍정적인 투자로 보이며, 2024년 판유리 공장이 완공될 경우 생산 Capa는 국내 여주 공장 Capa인 100~120만톤의 40% 수준인 44만톤 가량이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/4)		3,240.08 pt
시가총액		10,029 억원
발행주식수		15,971 천주
52 주 최고가 / 최저가	66,300 / 26,500 원	
90 일 일평균거래대금		88.53 억원
외국인 지분율		8.8%
배당수익률(20.12)		3.3 %
BPS(20.12)		82,644 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.7%
	6 개월	48.4%
	12 개월	20.0%
주주구성	정몽익 (외 16 인)	43.3%
	국민연금공단 (외 1 인)	6.2%
	주원식 (외 1 인)	0.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2017	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2018	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2019	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2020	709	36	135	132	15,386	n/a	112	4.2	6.6	0.8	10.0

자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

밸류에이션 및 실적 전망

케이씨씨글라스는 분할, 합병을 거치면서 현재 유리, 인테리어, PHC파일, 안전유리 4개의 사업부로 재편되었는데, 주가 상승 여력을 확인하기 위해 과거 실적 추이를 추정할 필요가 있어 보인다. 이에 따라 분할전 KCC와 코리아오토글라스의 사업보고서를 참고하여 대략적인 과거 매출을 추정해보았다.

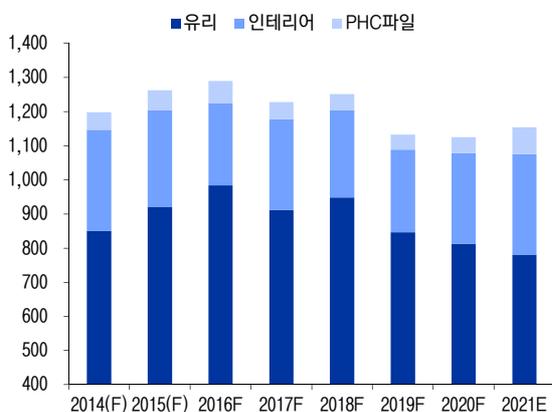
표4 케이씨씨글라스 생산실적 및 평균 판가를 고려한 과거 매출 추정

(단위: 십억원)	2014(F)	2015(F)	2016(F)	2017(F)	2018(F)	2019(F)	2020(F)	2020(A)
1) 유리 (판유리)								
kg당 판유리 가격 (원)	535	515	468	474	496	500	484	484
생산실적 (톤)	785,359	940,356	1,164,789	1,096,927	1,123,839	877,676	888,850	888,850
판유리 예상매출액	420	484	545	520	557	439	430	430
2) PVC바닥재								
BOX당 바닥재 가격 (원, m)	11,046	10,426	10,087	9,835	9,963	9,541	9,319	9,319
생산실적 (km)	19,201	19,008	15,475	18,377	17,281	16,581	19,394	19,394
인테리어 예상매출액	212	198	156	181	172	158	181	181
3) PHC파일								
파일 톤당 가격 (원)	128,324	131,477	131,179	113,564	99,600	98,424	97,364	97,364
생산실적 (톤)	396,286	444,069	497,856	443,000	463,996	444,540	483,617	483,617
PHC파일 예상매출액	51	58	65	50	46	44	47	47
4) 안전유리 (구 KAG, Actual)	430	437	439	392	391	407	382	382
Forecast 매출액	1,198	1,263	1,290	1,228	1,251	1,133	1,125	743
Actual-Forecast								-34
비교가능성을 위한 추정 매출액	1,198	1,263	1,290	1,228	1,251	1,133	1,125	709
유리	850	921	984	912	948	846	812	427
인테리어	297	283	241	266	257	243	266	275
PHC파일	51	58	65	50	46	44	47	7

자료: 케이씨씨글라스, KCC, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 판유리는 여주공장, PVC바닥재 등은 아산공장 생산실적 기준이며 가격은 내수판가를 기준으로 함 / 2020(F)는 KAG Full year 반영을 가정으로 한 값임

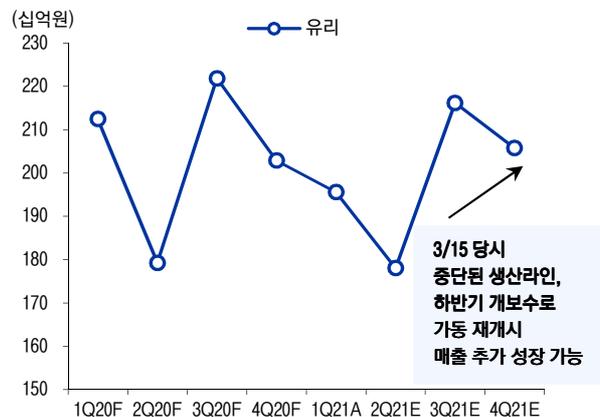
그림49 케이씨씨글라스 과거 추정 매출액 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 비교가능성을 위한 당시 추정치임

그림50 유리사업부문 과거 추정 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터

케이씨씨글라스의 역사적 최고 매출은 2016년 당시 1.29조원 수준으로 추산되며, 올해는 인테리어부문의 성장성 지속, PHC파일의 매출 급증으로 1조 1,690억원 매출 달성이 가능할 것으로 전망한다. 이는 이베스트투자증권에서 추정된 2020년 매출 대비 4% 성장하는 수준이다. 유리의 경우는 추세적으로는 하반기부터 턴어라운드 가능성이 높을 것으로 보이며, 가정에는 2분기부터 판유리 가격이 상승하는 것으로 반영하였다. 판유리의 추세적 성장은 가능하나, YoY 성장은 내년에 확인 가능할 것으로 보인다. 그 밖에 PVC 바닥재와 PHC파일은 이미 1분기에도 가격상승이 나타났기 때문에 이러한 흐름이 지속된다고 가정했고, PHC파일의 경우는 1분기 톤당 12만원까지 올랐으나 단기적으로 수급 쇼티지가 해소되기 어려워 보여 역사적 최고 단가인 톤당 13만원이 연간 유지된다고 가정했다.

이러한 가정을 통해 추정된 2021년 케이씨씨글라스의 영업이익은 1,450억원, 순이익은 1,160억원이다.

표5 케이씨씨글라스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2020(A)	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
1) 유리 (판유리)										
kg당 판유리 가격 (원)	484	453	498	485	487	484	436	447	458	470
생산실적 (톤)	888,850	832,319	230,157	199,639	231,752	227,302	205,838	195,546	210,212	220,723
판유리 예상매출액	430	377	115	97	113	110	90	85	92	96
2) PVC바닥재 외										
BOX당 바닥재 가격 (원, m)	9,319	9,827	9,774	9,445	9,359	9,319	9,466	9,703	9,945	10,194
생산실적 (km)	19,394	21,894	4,806	4,795	4,955	4,838	5,312	5,418	5,527	5,637
인테리어 예상매출액	181	215	47	45	46	45	50	53	55	57
3) PHC파일										
파일 톤당 가격 (원)	97,364	129,486	95,615	94,458	94,852	97,364	122,359	129,701	132,943	132,943
생산실적 (톤)	483,617	592,713	123,214	128,493	92,028	139,882	142,736	146,304	149,962	153,711
PHC파일 예상매출액	47	77	12	12	9	14	17	19	20	20
4) 안전유리 (구 KAG, Actual)	382	420	98	82	109	93	108	91	120	102
Forecast 매출액 (1+2+3+4)	658	1,152	271	265	298	282	265	269	312	305
Actual-Forecast	51	17	-106	-104	-134	-62	17	0	0	0
매출액	709	1,169	165	161	164	220	282	269	312	305
유리	427	796	95	87	96	148	196	178	216	206
인테리어	275	294	69	73	67	65	67	72	76	79
PHC파일	7	79	0	0	0	7	20	19	20	20
매출총이익	126	285	27	23	30	45	68	65	76	75
매출총이익률 (%)	17.8	24.3	16.4	14.6	18.5	20.6	24.1	24.1	24.4	24.6
판매비	90	139	19	21	21	29	32	33	38	36
판매비율 (%)	12.7	11.9	11.5	13.2	13.1	13.0	11.4	12.2	12.2	11.9
영업이익	36	145	8	2	9	17	36	32	38	39
영업이익률 (%)	5.1	12.4	4.9	1.4	5.3	7.6	12.8	12.0	12.2	12.7
순이익	132	116	8	5	10	109	25	26	32	33
순이익률 (%)	18.7	9.9	5.1	2.9	6.3	49.7	8.7	9.7	10.3	10.7

자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 4Q20 중 12/1부터 코리아오토글라스 실적이 반영되었으며, 영업외단에서 합병으로 인한 열가매수차익 843.2억원 반영

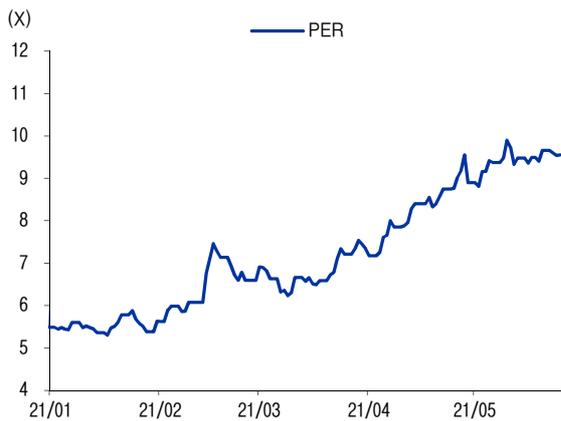
추정 순이익을 바탕으로 역산한 케이씨씨글라스의 PER은 9.6X 수준으로, Peer 건자재 대비해서 낮은 수준이다. 비록 건자재가 동일 품목 Peer와 비교가 어려워 상대 비교가 크게 의미가 있지 않지만, 절대 밸류에이션으로도 9.6X는 전혀 부담스러운 수준이 아니다. 그 동안 케이씨씨글라스가 판유리 수급 쇼트지에 따른 업황 반전에 대한 기대감으로 주가가 반등했다면, 지금부터는 실적으로 시장에 확인시킬 때다. 바닥대비 주가는 크게 반등했지만, 실적 성장이 밸류에이션 설명력에 힘을 더할 것으로 기대된다. 참고로 2014~2017년 착공 사이클 확대에 따른 건자재 랠리 당시 대표 건자재인 KCC와 LG하우시스는 20~25X 수준의 멀티플을 받았다. 업종 선행지표인 인허가는 4월 누계기준 17.5% YoY 증가하며 내년에는 더욱 큰 빅사이클이 나타날 것으로 기대한다.

표6 건자재 주요 종목 2021E 순이익 기준 PER 비교

종목명	케이씨씨글라스	LG하우시스	KCC	현대리바트	쌍용C&E	유진기업	아세아시멘트
PER (X)	9.6	11.9	9.2	12.2	23.6	5.2	14.3

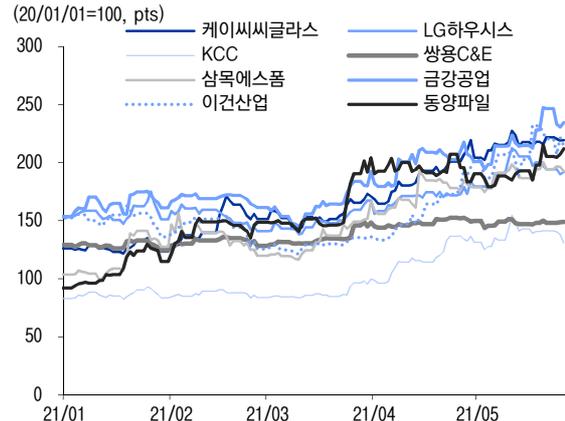
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 케이씨씨글라스 2021E 순이익 기준 PER 추이



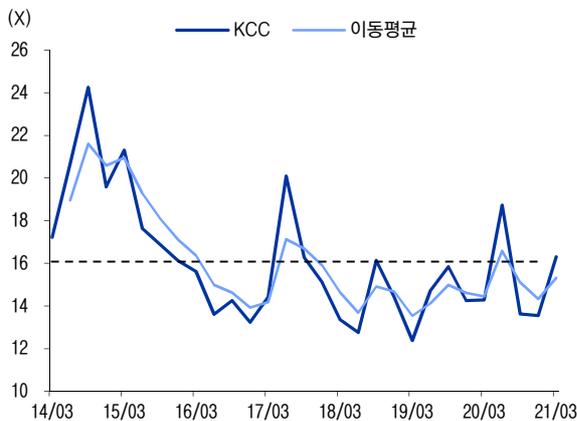
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 주요 건자재 상대수익률 추이



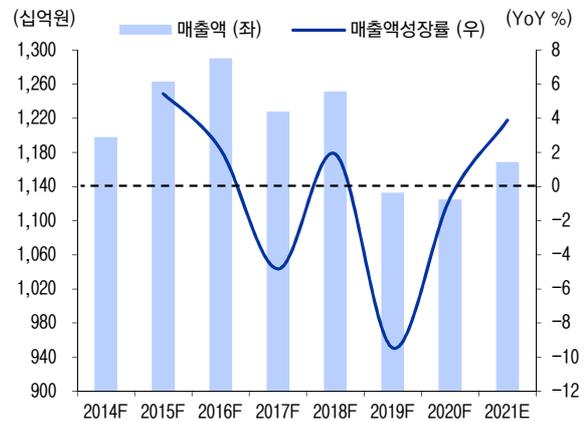
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 KCC 분기별 Historical PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 케이씨씨글라스 과거 추정 매출액 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

케이씨씨글라스 (344820)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	761
현금 및 현금성자산	n/a	n/a	n/a	n/a	85
매출채권 및 기타채권	n/a	n/a	n/a	n/a	187
재고자산	n/a	n/a	n/a	n/a	156
기타유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	332
비유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	957
관계기업투자등	n/a	n/a	n/a	n/a	0
유형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	840
무형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	38
자산총계	n/a	n/a	n/a	n/a	1,718
유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	228
매입채무 및 기타채무	n/a	n/a	n/a	n/a	170
단기금융부채	n/a	n/a	n/a	n/a	13
기타유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	45
비유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	170
장기금융부채	n/a	n/a	n/a	n/a	100
기타비유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	70
부채총계	n/a	n/a	n/a	n/a	398
지배주주지분	n/a	n/a	n/a	n/a	1,320
자본금	n/a	n/a	n/a	n/a	16
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	1,163
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	142
비지배주주지분(연결)	n/a	n/a	n/a	n/a	0
자본총계	n/a	n/a	n/a	n/a	1,320

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	n/a	n/a	n/a	n/a	110
당기순이익(손실)	n/a	n/a	n/a	n/a	132
비현금수익비용가감	n/a	n/a	n/a	n/a	-10
유형자산감가상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	73
무형자산상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	3
기타현금수익비용	n/a	n/a	n/a	n/a	-10
영업활동 자산부채변동	n/a	n/a	n/a	n/a	-13
매출채권 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	32
재고자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	-1
매입채무 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	-17
기타자산, 부채변동	n/a	n/a	n/a	n/a	-27
투자활동 현금	n/a	n/a	n/a	n/a	-272
유형자산처분(취득)	n/a	n/a	n/a	n/a	-62
무형자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	-1
투자자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	2
기타투자활동	n/a	n/a	n/a	n/a	-210
재무활동 현금	n/a	n/a	n/a	n/a	-3
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	1
자본의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	0
배당금의 지급	n/a	n/a	n/a	n/a	0
기타재무활동	n/a	n/a	n/a	n/a	-4
현금의 증가	n/a	n/a	n/a	n/a	-165
기초현금	n/a	n/a	n/a	n/a	250
기말현금	n/a	n/a	n/a	n/a	85

자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	709
매출원가	n/a	n/a	n/a	n/a	583
매출총이익	n/a	n/a	n/a	n/a	126
판매비 및 관리비	n/a	n/a	n/a	n/a	90
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	36
(EBITDA)	n/a	n/a	n/a	n/a	112
금융손익	n/a	n/a	n/a	n/a	-2
이자비용	n/a	n/a	n/a	n/a	3
관계기업등 투자손익	n/a	n/a	n/a	n/a	10
기타영업외손익	n/a	n/a	n/a	n/a	91
세전계속사업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	135
계속사업법인세비용	n/a	n/a	n/a	n/a	2
계속사업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	132
중단사업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	0
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	132
지배주주	n/a	n/a	n/a	n/a	132
총포괄이익	n/a	n/a	n/a	n/a	132
매출총이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	17.8
영업이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	5.1
EBITDA 마진률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	15.8
당기순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	18.7
ROA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	15.4
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	10.0
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	2.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	4.2
P/B	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	6.6
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	4.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	3.3
성장성 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
세전이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	
부채비율	n/a	n/a	n/a	n/a	30.2
유동비율	n/a	n/a	n/a	n/a	333.9
순차입금/자기자본(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	-22.3
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	11.2
총차입금 (십억원)	n/a	n/a	n/a	n/a	113
순차입금 (십억원)	n/a	n/a	n/a	n/a	-295
주당지표(원)	n/a	n/a	n/a	n/a	
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	15,386
BPS	n/a	n/a	n/a	n/a	82,644
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	14,251
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	2,100

동양파일 (228340)

긴 터널을 지났다

2021. 6. 7

건설/건자재

Analyst 김세련

02. 3779-8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **7,100 원**

착공과 가동률의 미스매치, 단가 인상이 무섭다

PHC파일은 지반이 약할수록, 건물이 높을수록 많은 PHC파일이 투입된다. PHC파일을 생산하는 중소 업체들이 많은데, 상장사인 삼일씨엔에스, 동양파일, 그리고 아이에스동서의 연결 자회사인 비상장사 영풍파일이 Big 3로 M/S의 40%를 차지하고 있다. 케이씨씨글라스 역시도 코리아오토글라스를 합병하며 파일 사업부를 보유하고 있으며, M/S 9%를 차지한다. 파일은 제품 특성상 벌크하기 때문에 야드에 적재하는 한계가 있어, 착공 둔화기에 고강도 인력 구조 조정을 통해 크게 감산을 시켜두었다. 그러나 2020년 말부터 수급 쇼티지가 급격히 벌어진 상황으로, 다운사이클에 적자로 몇 년간 애를 먹던 파일 업체가 당장 공격적으로 인력 채용을 하면서 가동률 램프업을 하기도 어렵기 때문에 수급 불균형이 단기에 해소되기는 어려워 보인다.

이러한 수급 불균형에 따라 PHC파일의 톤당 가격은 2월부터 급격하게 상승하기 시작했다. 지난해 톤당 9만원이던 PHC파일은 1분기 기준 13만원까지 급상승하면서 파일 업체들은 1분기 저마다 강한 실적 턴어라운드를 시현했다. 생산량 증가와 단가 인상이 1분기부터 본격적으로 시작된 만큼, 2분기는 더욱 높은 수준의 실적 성장이 기대되지 않을 수 없다. 다만, 과거 PHC파일 업체들의 역사적 최고 수준의 영업이익률인 25%~30%를 기대하기는 어렵다. 매출 볼륨 성장에 따른 이익 볼륨의 확대도 이익률 개선은 분명하나, PHC파일은 철강자재가 원재료 비중의 50% 수준이기 때문에 최근 원자재 가격 슈팅으로 인해 최고수준의 이익률을 기대할 수는 없다

실적 성장하며 밸류에이션 설명력 더해질 것

동양파일은 2016년 상장했는데, 그 당시 매출액이 역사적 최고 수준인 1,209억원이었다. 당시 PER은 5.3X, PBR은 1.1X였는데, 이듬해부터 착공 둔화에 따라 매출이 25%씩 감소하기 시작했다. 2017년 감익에 따라 PER이 12.1X, PBR 0.7X가 되었기 때문에 현 시점에서 동양파일의 밸류에이션 상단을 논하기는 이르다. 이베스트투자증권 추정 기준 2021년 동양파일 순이익으로 역산한 PER은 11X, PBR은 1.2X 수준이다. 올해를 필두로 본격적인 착공 사이클을 맞은 만큼, 가동률이 정상화 되면서 매출 볼륨 성장이 생겨날 것으로 기대된다. 영업 레버리지 확대는 내년이 더욱 본격적으로 나타날 것으로 기대되며, 실적 성장을 바탕으로 밸류에이션 할증을 해소해나갈 것으로 예상된다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (6/4)	987.58 pt	
시가총액	1,420 억원	
발행주식수	20,000 천주	
52 주 최고가 / 최저가	7,490 / 2,070 원	
90 일 일평균거래대금	26. 억원	
외국인 지분율	0.7%	
배당수익률(20.12)	0.0%	
BPS(20.12)	5,391 원	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	11.9%
	6 개월	98.0%
	12 개월	119.9%
주주구성	한림건설(외 2인) 60.0%	

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (십억원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	121	38	37	28	1,423	n/a	42	5.3	2.9	1.1	26.0
2017	89	15	11	8	412	-71.0	18	12.1	2.9	0.7	5.7
2018	68	-2	-8	-6	-319	적전	1	-22.6	184.4	1.0	-4.5
2019	53	-5	-20	-15	-762	적지	-3	-9.4	-40.7	1.2	-11.7
2020	47	-4	-3	-7	-330	적지	-1	-21.8	-76.0	1.2	-5.6

자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표7 동양파일 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
톤당 가격 (원)	133,517	116,823	102,154	100,754	94,937	130,323
생산실적 (톤)	917,607	773,049	673,875	515,745	480,360	686,829
톤당 가격 X 생산실적	123	90	69	52	46	88
매출액	121	89	68	53	47	88
(YoY %)		-26.8	-23.3	-21.7	-11.7	87.4
매출원가	68	61	59	49	42	59
매출총이익	53	27	9	4	5	28
매출총이익률 (%)	43.6	30.8	13.1	7.2	10.1	32.4
판관비	14	13	11	9	9	12
판관비율 (%)	11.8	14.2	16.4	17.5	18.7	13.2
영업이익	38	15	-2	-5	-4	17
영업이익률 (%)	31.8	16.6	-3.3	-10.3	-8.6	19.2
세전이익	37	11	-8	-20	-3	17
세전이익률 (%)	30.9	12.1	-12.0	-36.7	-6.5	19.2
순이익	28	8	-6	-15	-7	13
순이익률 (%)	23.5	9.3	-9.4	-28.7	-14.1	15.1

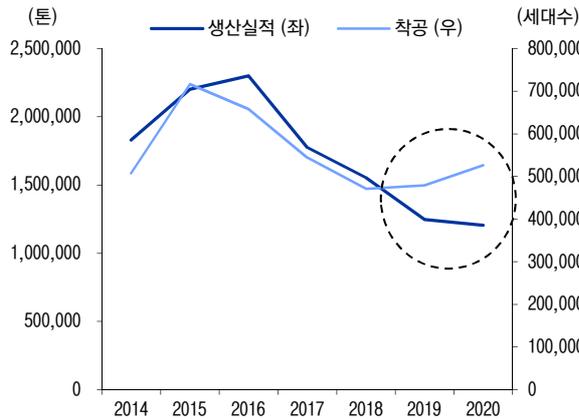
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 동양파일 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
톤당 가격 (원)	100,754	94,937	130,323	93,904	93,562	93,652	94,937	121,231	130,323	130,323	130,323
생산실적 (톤)	515,745	480,360	686,829	116,010	137,089	107,342	119,919	167,470	169,145	173,373	176,841
톤당 가격 X 생산실적	52	46	88	11	13	10	11	20	22	23	23
매출액	53	47	88	11	12	9	15	20	22	23	23
(YoY %)	-21.7	-11.7	87.4	3.8	-15.8	-36.2	6.4	86.4	79.6	146.5	57.7
매출원가	49	42	59	10	11	9	13	15	15	15	15
매출총이익	4	5	28	1	1	1	2	6	7	8	8
매출총이익률 (%)	7.2	10.1	32.4	7.6	11.3	6.0	13.5	28.2	33.2	33.9	33.9
판관비	9	9	12	2	2	2	2	3	3	3	3
판관비율 (%)	17.5	18.7	13.2	19.3	16.6	24.0	16.7	13.8	13.0	13.0	13.1
영업이익	-5	-4	17	-1	-1	-2	0	3	4	5	5
영업이익률 (%)	-10.3	-8.6	19.2	-11.6	-5.3	-18.0	-3.3	14.4	20.2	20.9	20.8
세전이익	-20	-3	17	-1	0	-2	0	3	4	5	5
세전이익률 (%)	-36.7	-6.5	19.2	-11	1	-17	-3	15	20	21	21
순이익	-15	-7	13	-1	0	-1	-4	2	3	4	4
순이익률 (%)	-28.7	-14.1	15.1	-8.4	0.9	-14.6	-30.5	11.3	15.6	16.5	16.5

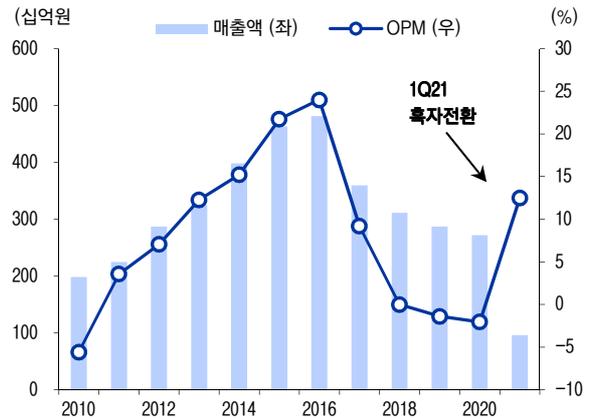
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 PHC파일 생산실적 및 착공 추이



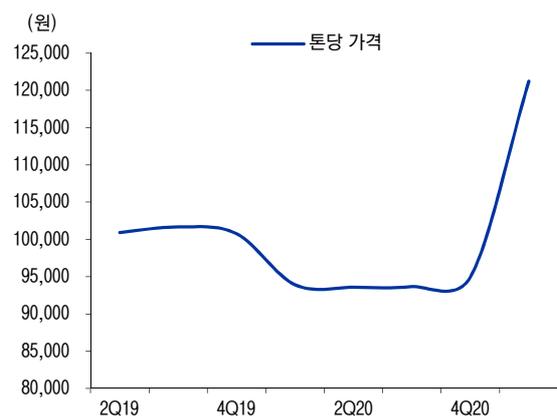
자료: 각 사, 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 삼일씨엔에스, 동양파일 2개사 합산 기준

그림56 PHC파일 3사 실적 추이



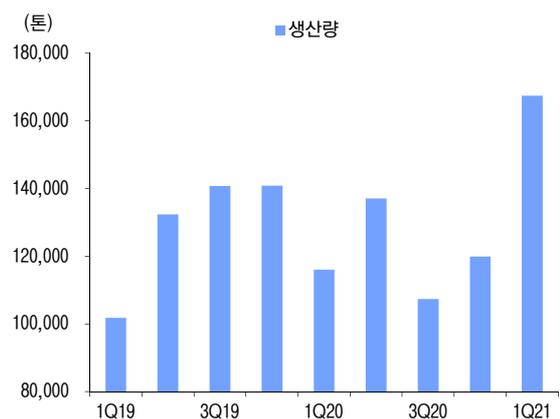
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 영풍파일 1분기는 영업이익 대신 순이익을 반영함

그림57 PHC파일 분기별 톤당 가격 추이



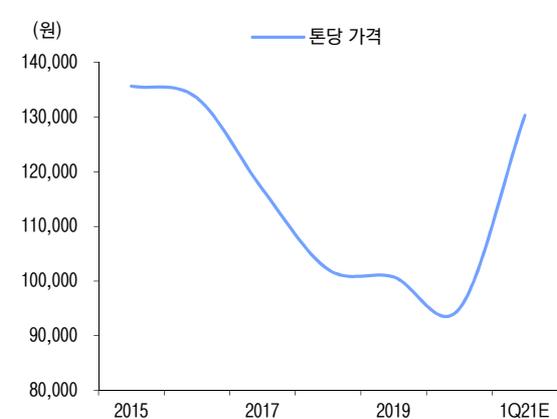
자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 동양파일 분기별 생산량 추이



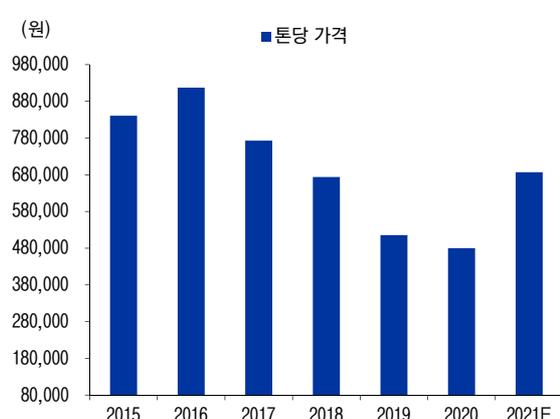
자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 PHC파일 연도별 톤당 가격 추이 및 전망



자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 동양파일 연도별 생산량 추이 및 전망



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

동양파일 (228340)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	102	77	71	65	62
현금 및 현금성자산	57	48	47	12	21
매출채권 및 기타채권	36	18	9	18	12
재고자산	4	5	6	5	4
기타유동자산	6	6	8	31	26
비유동자산	87	82	77	65	60
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	58	56	56	53	54
무형자산	25	21	14	0	0
자산총계	189	160	148	130	122
유동부채	45	13	11	8	7
매입채무 및 기타채무	12	10	9	6	6
단기금융부채	25	0	0	0	0
기타유동부채	8	3	2	2	0
비유동부채	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	45	13	11	8	7
지배주주지분	144	147	138	122	116
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	69	69	69	69	69
이익잉여금	65	68	59	44	37
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	144	147	138	122	116

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	33	23	6	-12	5
당기순이익(손실)	28	8	-6	-15	-7
비현금수익비용가감	13	9	7	13	5
유형자산감가상각비	3	3	3	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	0	0	0
영업활동 자산부채변동	1	14	7	-10	6
매출채권 감소(증가)	-6	18	9	-9	6
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-1	1	1
매입채무 증가(감소)	1	-1	-3	1	0
기타자산, 부채변동	7	-1	2	-3	-1
투자활동 현금	-2	-2	-4	-23	4
유형자산처분(취득)	-2	-1	-2	-1	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-1	-2	-23	0
기타투자활동	0	0	0	0	6
재무활동 현금	-4	-30	-3	0	0
차입금의 증가(감소)	-44	-25	0	0	0
자본의 증가(감소)	40	-5	-3	0	0
배당금의 지급	0	5	3	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	27	-9	-1	-35	10
기초현금	30	57	48	47	12
기말현금	57	48	47	12	21

자료: 동양파일, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	121	89	68	53	47
매출원가	68	61	59	49	42
매출총이익	53	27	9	4	5
판매비 및 관리비	14	13	11	9	9
영업이익	38	15	-2	-5	-4
(EBITDA)	42	18	1	-3	-1
금융손익	-1	0	1	1	0
이자비용	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-4	-7	-15	1
세전계속사업이익	37	11	-8	-20	-3
계속사업법인세비용	9	2	-2	-4	4
계속사업이익	28	8	-6	-15	-7
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	8	-6	-15	-7
지배주주	28	8	-6	-15	-7
총포괄이익	28	8	-6	-15	-7
매출총이익률 (%)	43.6	30.8	13.1	7.2	10.1
영업이익률 (%)	31.8	16.6	-3.3	-10.3	-8.6
EBITDA 마진률 (%)	34.5	19.8	0.8	-5.0	-2.7
당기순이익률 (%)	23.5	9.3	-9.4	-28.7	-14.1
ROA (%)	16.2	4.7	-4.1	-11.0	-5.2
ROE (%)	26.0	5.7	-4.5	-11.7	-5.6
ROIC (%)	25.9	10.8	-1.7	-4.6	-3.8

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
투자지표 (x)					
P/E	5.3	12.1	-22.6	-9.4	-21.8
P/B	1.1	0.7	1.0	1.2	1.2
EV/EBITDA	2.9	2.9	184.4	-40.7	-76.0
P/CF	3.6	5.8	319.3	n/a	n/a
배당수익률 (%)	3.3	3.0	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	4.6	-26.8	-23.3	-21.7	-11.7
영업이익	10.2	-61.7	적전	적지	적지
세전이익	12.9	-71.3	적전	적지	적지
당기순이익	15.0	-71.0	적전	적지	적지
EPS	n/a	-71.0	적전	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	31.4	8.7	7.7	6.3	5.8
유동비율	226.0	603.4	668.1	851.3	936.1
순차입금/자기자본(x)	-22.3	-33.0	-36.0	-30.1	-40.5
영업이익/금융비용(x)	32.9	36.7	n/a	-2,086.2	-1,699.9
총차입금 (십억원)	25	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-32	-49	-49	-37	-47
주당지표(원)					
EPS	1,423	412	-319	-762	-330
BPS	7,185	7,345	6,876	6,112	5,782
CFPS	2,096	862	23	n/a	n/a
DPS	250	150	n/a	n/a	n/a

하츠 (066130)

2021. 6. 7

건설/건자재

원자재 랠리에서 독점적 점유율의 메리트

Analyst 김세련

02. 3779-8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

후드 M/S 56%, 판가 전이가 어렵지 않다

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.

원자재 가격 랠리에 따라 후드 원재료인 철판(756*1092)의 가격은 지난해 연평균 9,840원에서 1분기 10,221원으로 4%가량 상승했다. 그러나 하츠의 1분기 매출총이익률은 27%로 되려 개선된 모습이다. 이는 고급형 후드의 판가 상승 역시 동반하여, 혹은 그 이상도 나타나고 있다는 반증이다. 분기보고서 기준으로는 고급형 후드의 평균판가가 3% 상승했지만, 실질적으로 유통/특판이 1분기 30%의 매출총이익률을 기록했다는 점은 사실상 3% 이상의 판가 전이가 있었음을 시사한다. 1등 M/S 업체의 저력이다.

또한 후드 특성상 개인이 소매판매점에서 단일 제품으로 구매하기 보다는 주방 리모델링의 옵션으로 선택하여 구매하다보니 판가 전이가 비교적 용이한 제품이다. 더불어 후드가 더 이상 기능적 제품이 아닌 디자인적 요소로 작용하면서 철판가격 상승과 무관하게 지난해부터 고급형 후드 가격은 상승해왔다. 이러한 개인들의 하이엔드 후드, 예쁜 후드의 선호도 증가로 마진 감소 리스크에서는 비교적 자유로울 것으로 보인다.

하츠의 밸류에이션은 Peer 건자재와 비교할 때 그리 싸지도, 또 비싸지도 않은 14X 수준이다. 과거 박근혜 정부 건설 건자재 랠리 당시에 최대 40X까지 밸류에이션을 받았었는데, 최근에는 실적 성장성이 두드러지게 나타나면서 밸류에이션 할증을 해소해 나갈 것으로 기대되는 상황이다. 1) 독점적인 시장 지위에 따른 안정적 마진 확보, 2) 신규주택 입주 공백에 따라 B2C 리모델링 수요 지속으로 매출 성장, 3) 장기적으로 입주 사이클 도래할 시 B2B향 매출 볼륨 증가 등을 고려하면 주가 상승 포텐셜이 여전히 남아 있다는 판단이다.

Not Rated

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **12,200 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (6/4)		987.58 pt
시가총액		1,562 억원
발행주식수		12,800 천주
52 주 최고가 / 최저가	12,300 / 5,760 원	
90 일 일평균거래대금		76.21 억원
외국인 지분율		0.9%
배당수익률(20.12)		1.0%
BPS(20.12)		6,846 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	7.8%
	6 개월	55.0%
	12 개월	44.7%
주주구성	박산 (외 1인)	46.3%
	자사주 (외 1인)	4.5%
	자사주신탁 (외 1인)	0.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	88	4	5	4	324	3.3	6	17.8	7.6	1.0	5.4
2017	102	5	6	5	359	10.5	6	13.2	4.5	0.7	5.7
2018	104	1	2	2	124	-65.5	3	96.1	44.4	1.9	1.9
2019	112	2	3	2	194	56.9	5	61.3	24.3	1.8	2.9
2020	125	8	8	6	494	154.1	10	24.1	11.2	1.7	7.0

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

하츠의 최근 주가 단기 반등에 따라 PER은 14.5X 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 56%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 110억원으로 추정하였으며, 이는 지난해 2개분기 (2Q20, 3Q20)의 하츠의 정상적인 순이익이 24~25억원 연율화 수준이기 때문에 비교적 보수적 추정으로 판단한다.

표9 건자재 Peers PER 비교

종목명	하츠	LG하우시스	현대리바트	KCC	쌍용양회	유진기업
PER (X)	14.5	10.7	13.1	8.2	23.9	6.8

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	2020	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	56.0	56.0	56.0	56.0
레인지후드 매출액 가정 (A*B)	49	54	56	66	68	65	83	104	112	121
기타부문 (총매출에서 차감)	26.8	27.2	31.8	35.6	35.2	47.5	38.5	39.2	40.0	40.8
매출액	76	82	88	102	104	112	125	143	152	162
매출액 성장률 (YoY %)	15.1	7.3	8.1	15.5	1.6	8.5	11.4	14.3	6.3	6.3
매출총이익	19	20	21	22	21	25	29	30	32	34
레인지후드*	17	19	19	21	20	23	28	27	29	32
기타부문*	2	1	2	1	1	1	1	2	3	3
GPM (%)	25.3	24.5	23.5	21.9	20.6	21.9	23.4	20.8	21.1	21.3
유통, 특판*	28.1	28.1	27.5	26.0	24.2	24.7	26.1	26.3	26.3	26.3
환기*	13.2	8.9	8.4	5.9	5.0	7.8	6.4	6.4	6.4	6.4
판관비	15	15	16	17	20	22	21	20	21	23
판관비율 (%)	13.8	12.5	12.8	11.3	13.2	15.7	14.4	14.0	14.0	14.0
영업이익	4	4	4	5	1	2	8	10	11	12
영업이익률 (%)	4.9	3.6	3.4	3.5	0.8	1.8	6.3	6.8	7.1	7.3
순이익	3	4	4	5	2	2	6	11	12	13
순이익률 (%)	4.5	3.2	3.2	3.0	1.0	1.7	4.1	5.8	5.8	5.9
순이익 성장률 (YoY %)		16.2	3.3	10.6	-66.6	57.0	152.4	78.3	9.0	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

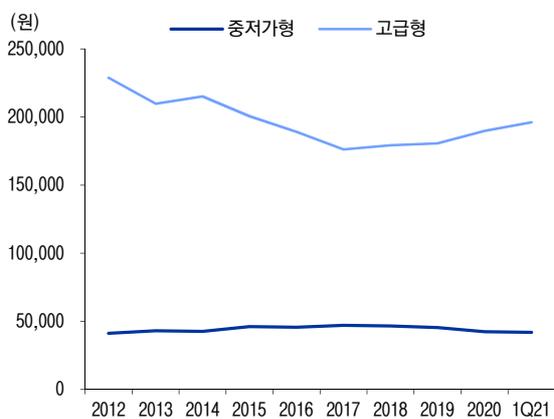
하츠의 1분기 매출액은 전년동기대비 27.2% 증가, 매출총이익은 전년동기대비 53.4% 증가하며 성장의 저력을 보여주었다. 환기 부문 매출 부진에도 불구하고 후드 유통에서 4분기 성수기와 비슷한 수준의 매출을 달성하면서 실적 호조가 지속되는 모습이다. 더불어 매출총이익률의 경우는 원가 상승 리스크에도 불구하고 최고치를 기록하면서 이익 저력을 시장에 확인시켰다. 대표 제품인 몽블랑 후드의 판가는 36만원 선인데, 가장 하 이엔드인 제니스 후드는 160만원선까지 가격이 형성되어 있기 때문에 B2C 리모델링 수요를 기반으로 꾸준한 매출, 이익 견인이 가능할 것으로 기대된다.

표11 하츠 분기 실적 추이

(단위: 십억원)	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
매출액	112	125	28	27	27	30	25	30	35	35	32
유통, 특판	94	108	25	22	22	25	22	26	30	30	29
환기	18	17	3	5	4	5	3	4	5	5	4
YoY %	8.5	11.4	41.8	2.4	0.9	-1.2	-9.1	9.2	30.7	15.2	27.2
유통, 특판	11.8	14.7	51.8	4.2	0.3	2.4	-8.7	15.1	34.3	19.9	28.8
환기	-6.0	-5.8	-3.1	-5.0	3.9	-15.2	-12.1	-17.5	12.6	-6.5	16.0
비중 (%)											
유통, 특판	83.7	86.2	87.5	82.0	83.2	82.1	87.9	86.4	85.6	85.5	89.0
환기	16.3	13.8	12.5	18.0	16.8	17.9	12.1	13.6	14.4	14.5	11.0
매출총이익	25	29	7	6	5	6	6	7	9	8	9
YoY %	15.6	18.5	71.4	3.1	-6.5	11.5	-16.4	12.6	62.2	24.6	53.4
유통, 특판	23.2	28.1	6.7	5.5	5.1	5.9	5.6	6.5	8.5	7.5	8.6
환기	1.4	1.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2
매출총이익률 (%)	21.9	23.4	24.6	22.0	20.2	21.0	22.6	22.7	25.1	22.7	27.3
유통, 특판	24.7	26.1	27.5	24.7	22.7	23.8	24.9	25.5	28.4	25.1	29.9
환기	7.8	6.4	4.3	9.7	8.1	8.2	6.2	4.7	5.7	8.5	5.9
영업이익	2	8	1	1	0	1	1	2	4	1	4
YoY %	99.7	217.8	특전	9.3	-51.3	-11.0	52.4	156.3	1181.5	60.9	280.4
영업이익률 (%)	2.2	6.3	2.4	2.5	1.1	2.8	4.1	5.8	10.9	3.9	12.3
순이익	2	6	1	1	0	1	1	2	2	0	3
YoY %	57.0	152.4	특전	-16.1	-51.0	163.9	24.5	252.1	560.9	-48.5	256.9
순이익률 (%)	2.1	4.8	2.7	2.4	1.4	2.0	3.7	7.6	7.1	0.9	10.5

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 하츠 후드 중저가형, 고급형 판가 추이



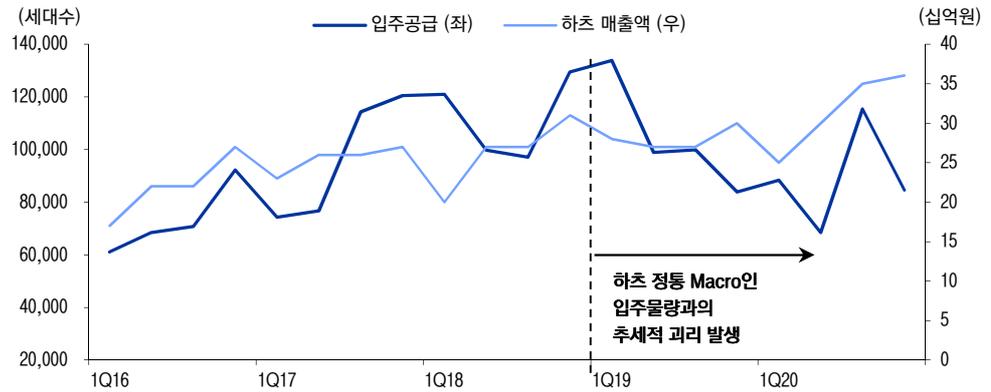
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 하츠 주요 제품: 몽블랑 후드 (36만원)



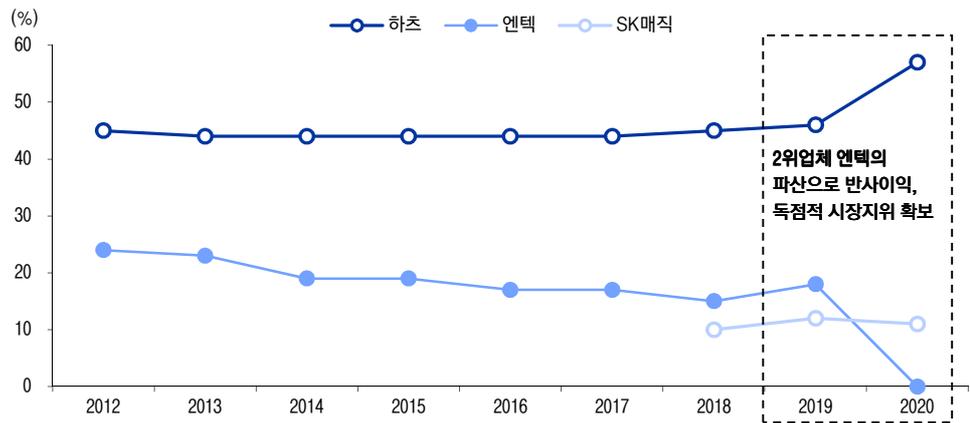
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 2019년부터 입주공급의 추세적 감소에도 불구하고, 하츠 매출액 성장성 확대



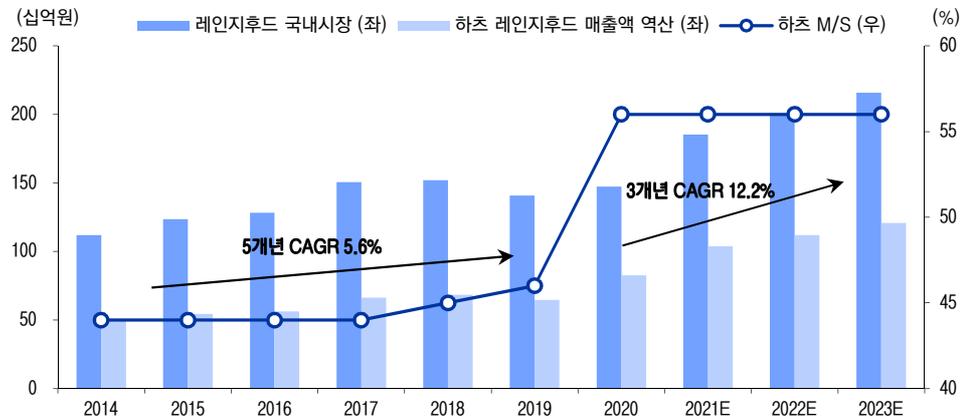
자료: 국토교통부, 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 레인지후드 시장에서 50%넘는 M/S로 독점적 시장 지위 확보



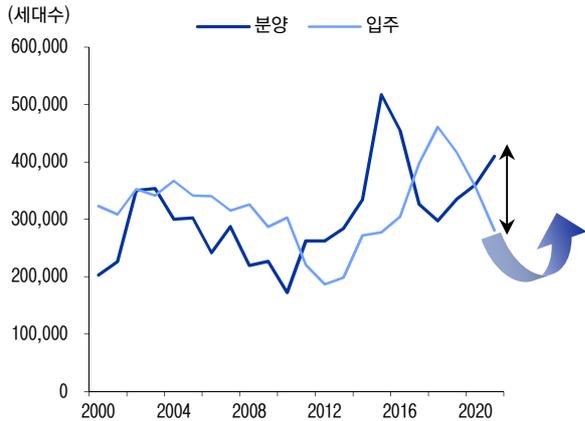
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 레인지후드 국내시장 성장성 데이터 기준, M/S 56% 가정시 2023년 후드 매출액 1,209 억원



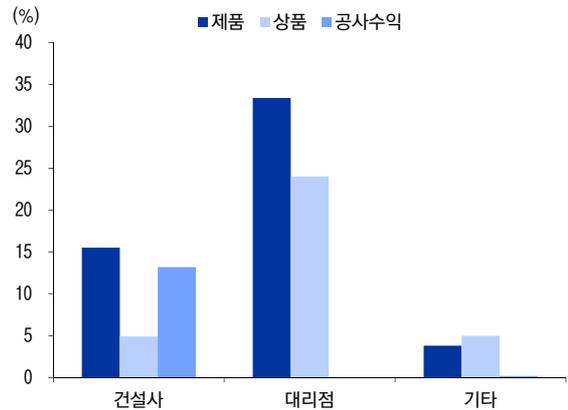
자료: 통계청, NICE디앤비, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 전국 입주-분양 추이



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 하츠 매출 종류별 판매경로 비중



자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 전국 연도별 분양공급과 하츠 시가총액 추이 비교



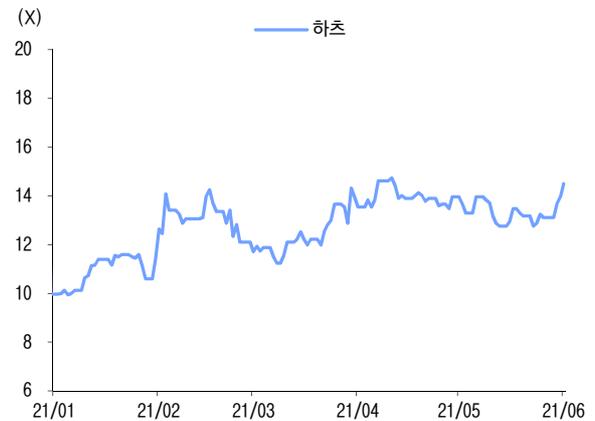
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 건자재 랠리 당시 하츠 PER



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 2021년 YTD 하츠 PER



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

하츠 (066130)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	60	63	62	65	71
현금 및 현금성자산	13	20	15	18	22
매출채권 및 기타채권	23	22	21	18	20
재고자산	6	8	9	9	11
기타유동자산	18	13	16	20	17
비유동자산	33	33	32	32	33
관계기업투자등	2	0	0	0	0
유형자산	22	24	24	22	23
무형자산	1	1	2	1	1
자산총계	93	96	94	97	104
유동부채	12	11	10	11	13
매입채무 및 기타채무	10	9	9	9	9
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	2	1	2	3
비유동부채	4	4	4	4	4
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	4	3	4
부채총계	15	14	14	15	16
지배주주지분	77	82	81	83	88
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	12	12	12	12	12
이익잉여금	60	64	65	67	72
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	77	82	81	83	88

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	-1	3	3	8	7
당기순이익(손실)	4	5	2	2	6
비현금수익비용가감	4	5	4	6	8
유형자산감가상각비	1	1	1	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	0	0	1
영업활동 자산부채변동	-9	-6	-2	-1	-6
매출채권 감소(증가)	-7	1	1	3	-2
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-1	0	-1
매입채무 증가(감소)	0	-1	2	0	0
기타자산, 부채변동	-1	-4	-4	-3	-3
투자활동 현금	-1	4	-4	-5	-2
유형자산처분(취득)	-1	-2	-1	-1	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	7	-4	-4	0
기타투자활동	0	0	1	0	0
재무활동 현금	0	-1	-3	-1	-1
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	-1	-1	0	0
배당금의 지급	0	1	1	0	0
기타재무활동	0	0	-2	0	0
현금의 증가	-3	6	-4	3	4
기초현금	16	13	20	15	18
기말현금	13	20	15	18	22

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	88	102	104	112	125
매출원가	67	80	82	88	96
매출총이익	21	22	21	25	29
판매비 및 관리비	16	17	20	22	21
영업이익	4	5	1	2	8
(EBITDA)	6	6	3	5	10
금융손익	1	1	1	1	0
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	-1
세전계속사업이익	5	6	2	3	8
계속사업법인세비용	1	1	1	1	2
계속사업이익	4	5	2	2	6
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	5	2	2	6
지배주주	4	5	2	2	6
총포괄이익	4	5	2	2	6
매출총이익률 (%)	23.5	21.9	20.6	21.9	23.4
영업이익률 (%)	5.0	5.1	1.2	2.2	6.3
EBITDA 마진률 (%)	6.5	6.3	2.6	4.2	8.1
당기순이익률 (%)	4.6	4.4	1.5	2.1	4.8
ROA (%)	4.5	4.8	1.6	2.5	5.9
ROE (%)	5.4	5.7	1.9	2.9	7.0
ROIC (%)	8.2	8.8	1.8	3.7	12.8

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
투자지표 (x)					
P/E	17.8	13.2	96.1	61.3	24.1
P/B	1.0	0.7	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.6	4.5	44.4	24.3	11.2
P/CF	9.1	6.7	27.7	17.8	10.7
배당수익률 (%)	0.9	1.1	0.3	0.3	0.7
성장성 (%)					
매출액	8.1	15.5	1.6	8.5	11.4
영업이익	-1.9	19.5	-76.2	99.7	217.8
세전이익	3.1	8.6	-62.7	61.2	129.3
당기순이익	3.3	10.6	-66.6	57.0	152.4
EPS	3.3	10.5	-65.5	56.9	154.1
안정성 (%)					
부채비율	20.0	17.5	17.1	17.7	18.8
유동비율	507.3	581.3	608.7	590.9	550.4
순차입금/자기자본(x)	-39.4	-38.6	-39.0	-44.3	-44.1
영업이익/금융비용(x)	14,687.6	n/a	396.0	148.8	352.5
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-31	-32	-31	-37	-39
주당지표(원)					
EPS	324	359	124	194	494
BPS	6,053	6,390	6,304	6,471	6,846
CFPS	635	709	429	667	1,112
DPS	50	50	30	30	80

금강공업 (014280)

건설, 철강, 조선 트리플 모멘텀

2021. 6. 7

건설/건자재

Analyst 김세련

02. 3779-8634

sally.kim@ebestsec.co.kr

AI Form과 강관의 뚜렷한 가격 상승세

금강공업은 건축물 주요 건자재인 거푸집 (판넬) 및 강관, 그 밖에 건설 가설재 등을 생산하는 회사이다. 거푸집 대표 업체는 금강공업 외에 삼목에스폼, 현대알루미늄 총 3개사로 볼 수 있다. 판넬 사업부는 건설 현장의 골조를 완성시키는 거푸집 자재를 제조하여 판매, 임대하고 있다. 이 중 알루미늄 거푸집 (AI Form)은 과거 재래식 철재 거푸집에 비해 가격, 안전, 시공 편의성 및 재사용을 통한 이익 창출이 가능하여 거푸집 업체들은 대부분 AI Form 임대의 형태로 매출 저변을 넓혀왔다. 그러나 몇년의 착공 둔화 속에 거푸집 업체들의 수익성이 크게 감소하였고, 저가 업체들의 가격 경쟁으로 공급미터당 단가가 2만원 중반까지 떨어졌다.

최근 건자재 빅사이클을 앞두고 금강공업의 실적 턴어라운드에 대한 기대가 높다. 실제 AI Form의 단가도 3.2만원까지 상승한 상황으로, 향후 착공 물량 증가에 따른 본격적 거푸집 투입으로 P, Q 양방향 개선이 모두 기대된다. 뿐만 아니라 원자재 랠리로 인한 단가 상승으로 강관사업부의 실적 호조 역시 기대되고 있는 실정이다. 강관을 생산하는 연양공장의 가동률 역시 저점을 지나고 크게 개선되고 있다. 그리고 이익 기여도는 적지만 가설재 사업부 역시도 조선 경기 회복에 따른 수혜를 무시할 수 없다.

금강공업 연간 고정비가 700~800억원 수준이기 때문에 전 사업부 가동률 확대에 따른 규모의 경제로 인한 이익률 점프가 기대된다. 1분기의 경우 원자재 상승 사이클을 따라 강관 부문에서의 선제적 마진을 개선이 나타났으며, 판넬의 경우도 악성 재고를 소진하며 BEP 수준의 마진을 기록했다. 최근 재고자산의 감소와 수주잔고의 정체를 고려할 때 신규 수주 확대 이후 마진을 믹스 개선이 충분히 나타날 가능성이 높다고 판단한다.

주가의 경우 이미 이러한 기대감을 선반영하여 시가총액 2천억이 넘는 상황인데, 이익 정상화와 가동률 개선으로 경상적인 이익 레벨이 2018년 순이익 수준인 150억원 (또는 1분기 순이익 연화)을 기록한다고 가정하면 13X 수준의 PER이 계산된다. 당기순이익 감소로 멀티플이 비싸진 2016년을 제외하고 보면, 역사적 최고 PER은 2014년 16X 수준이었다.

Not Rated

목표주가 **Not Rated**
현재주가 **8,000 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/4)		3,240.08 pt
시가총액		2,334 억원
발행주식수		29,175 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,070 / 3,135 원
90 일 일평균거래대금		22.67 억원
외국인 지분율		2.2%
배당수익률(20.12)		0.7%
BPS(20.12)		10,262 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	24.6%
	6 개월	51.2%
	12 개월	67.1%
주주구성	안영순 (외 7 인)	38.7%
	자사주 (외 1 인)	8.6%
	전장영 (외 1 인)	2.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	603	56	50	36	1,286	475.1	119	6.1	3.5	0.8	12.7
2017	613	46	40	27	1,001	-22.2	120	5.7	3.0	0.5	9.0
2018	568	25	23	15	604	-39.7	86	13.2	5.8	0.7	5.2
2019	550	3	-2	-5	-414	적전	69	n/a	7.3	0.7	-3.2
2020	502	-1	3	2	-68	적지	57	n/a	8.4	0.8	-0.6

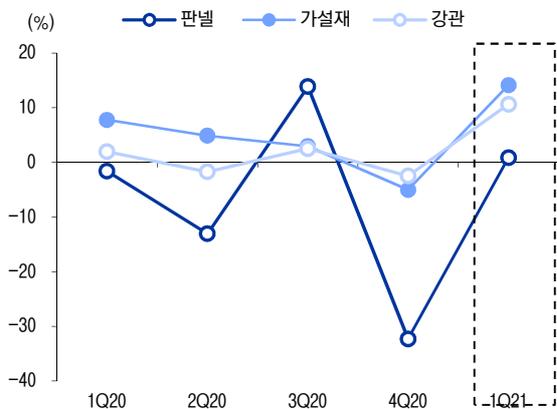
자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 금강공업 실적 추이

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
매출액	566	603	613	568	550	502	133	121	122	126	132
강관	98	89	125	108	111	94	26	26	20	22	31
판넬	264	319	302	286	242	178	54	37	46	40	44
가설재	13	17	11	8	17	22	6	6	2	7	1
사료	165	182	167	151	186	184	46	46	46	46	49
매출총이익	102	134	126	102	86	69	21	16	17	16	21
YoY (%)	-3.9	30.6	-5.9	-18.7	-16.4	-19.1	-18.7	-30.4	-20.8	-1.7	-2.7
매출총이익률 (%)	18.1	22.2	20.5	18.0	15.6	13.8	15.9	13.0	13.6	12.5	15.5
판매비	70	77	80	77	83	71	20	17	15	19	16
판매비율 (%)	12.4	12.8	13.0	13.6	15.1	14.1	15.0	14.3	12.0	15.0	11.8
영업이익	32	56	46	25	3	-1	1	-2	2	-3	5
YoY (%)	-21.3	74.7	-18.4	-44.9	-89.7	적전	-65.0	적전	29.4	적지	288.8
강관	0	2	6	5	5	0	1	0	1	-1	3
판넬	48	29	68	54	-11	-12	-1	-5	6	-13	0
가설재	-1	2	1	1	2	1	1	0	0	0	0
사료	7	6	6	5	5	8	1	2	3	2	0
영업이익률 (%)	5.7	9.3	7.5	4.5	0.5	-0.3	1.0	-1.3	1.6	-2.4	3.7
강관	-0.5	2.3	4.6	4.8	4.1	0.0	2.0	-1.7	2.5	-2.5	10.6
판넬	18.2	9.0	22.6	19.0	-4.5	-6.9	-1.6	-13.1	13.9	-32.3	0.9
가설재	-6.2	9.5	6.1	18.2	11.7	2.4	7.8	4.9	3.0	-5.0	14.2
사료	4.4	3.4	3.5	3.1	2.9	4.3	1.5	5.3	6.2	4.2	0.1
세전이익	20	50	40	23	-2	3	3	-4	19	-15	6
세전이익률 (%)	3.6	8.3	6.4	4.1	-0.4	0.6	1.9	-3.2	15.7	-11.6	4.5
순이익	8	36	27	15	-5	2	1	-2	15	-12	3
순이익률 (%)	1.3	5.9	4.3	2.6	-0.9	0.5	0.9	-2.0	12.5	-9.3	2.1

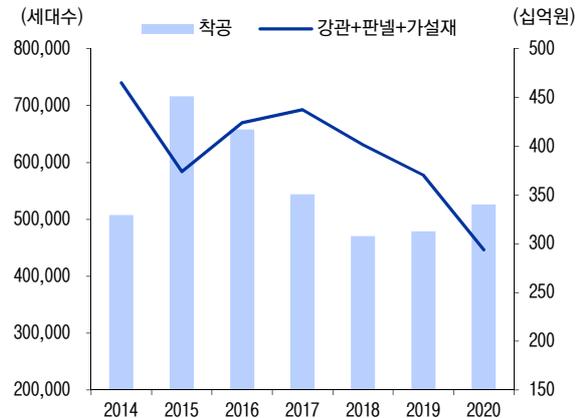
자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 금강공업 판넬, 가설재, 강관부문 영업이익률 추이



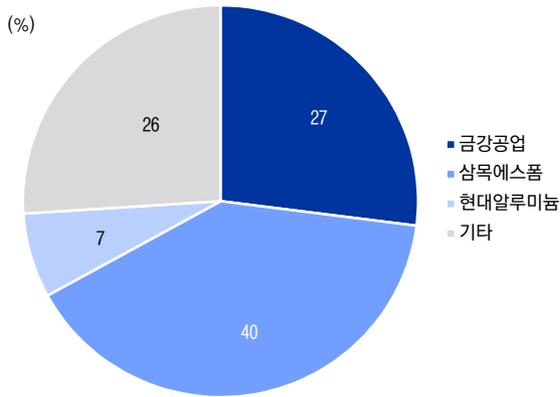
자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 금강공업 매출액, 착공 추이



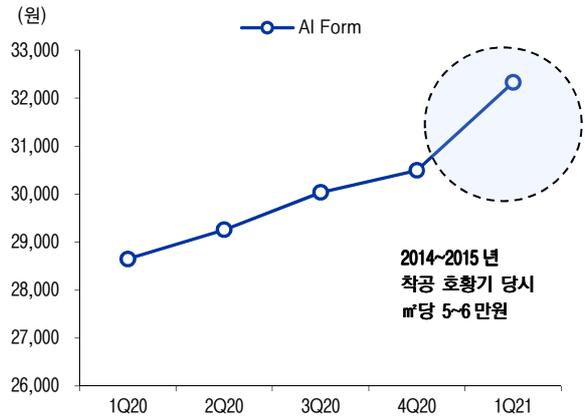
자료: 국토교통부, 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 거푸집 시장 점유율



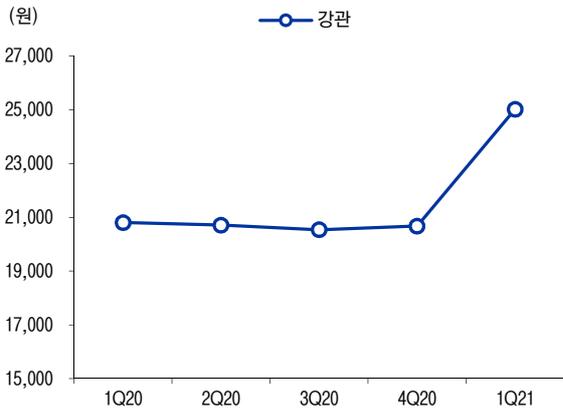
자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 ALForm m²당 가격 추이



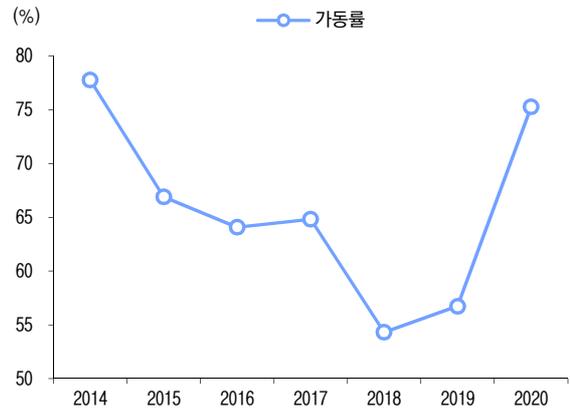
자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 강관 SPP (개당) 가격 추이



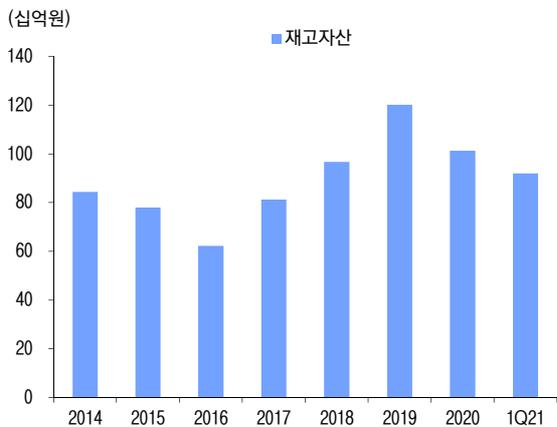
자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 금강공업 연양공장 (강관) 가동률 추이



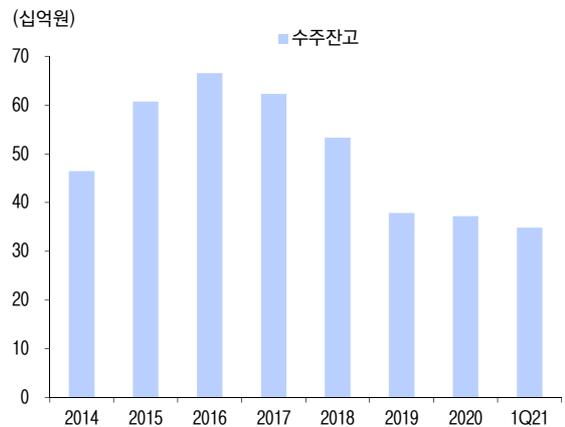
자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 금강공업 재고자산 추이



자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 금강공업 수주잔고 추이



자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

금강공업 (014280)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	268	307	363	389	307
현금 및 현금성자산	50	63	77	77	85
매출채권 및 기타채권	120	121	137	116	103
재고자산	62	81	97	120	101
기타유동자산	36	41	53	75	18
비유동자산	442	450	490	445	472
관계기업투자등	27	28	28	29	24
유형자산	355	362	391	375	384
무형자산	9	9	9	9	8
자산총계	711	756	853	834	779
유동부채	338	390	422	444	352
매입채무 및 기타채무	57	54	65	63	53
단기금융부채	244	293	320	337	267
기타유동부채	37	42	37	45	32
비유동부채	68	36	76	44	74
장기금융부채	52	24	58	23	55
기타비유동부채	16	12	19	20	19
부채총계	406	425	499	488	426
지배주주지분	257	273	285	272	275
자본금	25	25	25	25	27
자본잉여금	32	32	32	33	40
이익잉여금	207	228	240	228	228
비지배주주지분(연결)	48	59	69	74	78
자본총계	305	331	354	346	353

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	603	613	568	550	502
매출원가	469	487	465	464	433
매출총이익	134	126	102	86	69
판매비 및 관리비	77	80	77	83	71
영업이익	56	46	25	3	-1
(EBITDA)	119	120	86	69	57
금융손익	-8	-8	-7	-8	-15
이자비용	9	9	11	13	11
관계기업등 투자손익	3	2	0	1	0
기타영업외손익	0	0	5	3	19
세전계속사업이익	50	40	23	-2	3
계속사업법인세비용	14	13	8	3	1
계속사업이익	36	27	15	-5	2
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	27	15	-5	2
지배주주	31	24	14	-9	-2
총포괄이익	37	25	15	-3	-1
매출총이익률 (%)	22.2	20.5	18.0	15.6	13.8
영업이익률 (%)	9.3	7.5	4.5	0.5	-0.3
EBITDA 마진률 (%)	19.7	19.5	15.1	12.5	11.4
당기순이익률 (%)	5.9	4.3	2.6	-0.9	0.5
ROA (%)	4.4	3.3	1.8	-1.1	-0.2
ROE (%)	12.7	9.0	5.2	-3.2	-0.6
ROIC (%)	8.1	6.1	2.9	0.3	-0.2

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동 현금흐름	47	10	22	28	14
당기순이익(손실)	36	27	15	-5	2
비현금수익비용가감	90	100	76	85	64
유형자산감가상각비	63	74	60	66	58
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-2	-1	-2	-4	6
영업활동 자산부채변동	-64	-95	-47	-38	-43
매출채권 감소(증가)	-15	-19	-38	-11	4
재고자산 감소(증가)	-60	-87	-37	-62	-19
매입채무 증가(감소)	16	12	32	32	-5
기타자산, 부채변동	-5	0	-5	3	-22
투자활동 현금	-26	-16	-39	0	38
유형자산처분(취득)	-16	-12	-37	-19	-36
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	1
투자자산 감소(증가)	-10	-3	-4	15	3
기타투자활동	0	-1	2	5	70
재무활동 현금	-17	19	32	-28	-45
차입금의 증가(감소)	-14	19	35	-25	-39
자본의 증가(감소)	-3	0	-3	-3	-2
배당금의 지급	3	3	3	3	2
기타재무활동	0	0	0	0	-3
현금의 증가	4	13	14	0	7
기초현금	46	50	63	77	77
기말현금	50	63	77	77	85

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
투자지표 (x)					
P/E	6.1	5.7	13.2	n/a	n/a
P/B	0.8	0.5	0.7	0.7	0.8
EV/EBITDA	3.5	3.0	5.8	7.3	8.4
P/CF	1.6	1.1	2.2	2.5	3.1
배당수익률 (%)	1.3	1.7	1.3	1.0	0.5
성장성 (%)					
매출액	6.6	1.7	-7.4	-3.2	-8.7
영업이익	74.7	-18.4	-44.9	-89.7	적전
세전이익	147.9	-21.1	-41.1	적전	흑전
당기순이익	368.4	-25.5	-44.2	적전	흑전
EPS	475.1	-22.2	-39.7	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	133.2	128.5	140.8	141.1	120.6
유동비율	79.3	78.7	85.9	0.7	87.1
순차입금/자기자본(x)	71.8	66.7	73.0	75.1	67.0
영업이익/금융비용(x)	6.3	4.9	2.3	0.2	-0.1
총차입금 (십억원)	296	317	378	360	323
순차입금 (십억원)	219	221	259	260	237
주당지표(원)					
EPS	1,286	1,001	604	-414	-68
BPS	10,318	10,958	11,452	10,865	10,262
CFPS	5,041	5,105	3,643	3,194	2,556
DPS	100	100	100	80	40

자료: 금강공업, 이베스트투자증권 리서치센터

쌍용 C&E 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	2021.06.07	신규	김세련								
	2021.06.07	Buy	9,500								

케이씨씨글라스 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	2021.06.07	변경	김세련								
	2021.06.07	NR	NR								

동양파일 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	2021.06.07	변경	김세련								
	2021.06.07	NR	NR								

하츠 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
		투자 의견	목표 가격	과리율(%)			투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	2021.06.07	변경	김세련								
	2021.06.07	NR	NR								

금강공업 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2021.06.07	변경	김세련									
	2021.06.07	NR	NR									

Compliance Notice

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

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

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)