

2019.06.03

## 정산애강 (022220)

### 소방용 친환경 배관 재료 시장의 절대 강자

#### 가파른 수요 성장을 나타내고 있는 C-PVC 배관재 시장의 절대 강자

C-PVC는 기존 PVC에 염소 반응을 추가하여 내열성 및 내압성 등을 획기적으로 강화시킨 반면, 탁월한 가격 경쟁력을 가지고 있는 소방용 친환경 배관 재료이다. 고가인 금속관을 대체할 수 있는 제품으로 부각되고 있다. 전 세계적으로도 친환경 자재 사용을 권고하고 있는 가운데, 화재 예방에 대한 경각심이 확산되고 있어 C-PVC에 대한 수요가 가파르게 증가하고 있는 추세이다. 국내에서는 14년에 공공주택 건축시 금속관과 C-PVC관을 복수 채택할 수 있도록 변경된 이후, 16년에는 산업용 시장에서 C-PVC관이 신규로 채택되었고, 17년에는 기존 11층 이상에서 6층 이상으로 스프링클러 설치 의무 대상이 강화되면서 필수 제품으로 수요가 급증하고 있다.

동사는 기존 충주공장의 연산 7천톤 규모에 18년에 연산 1만톤 규모를 추가로 준공하여 증가하는 수요에 대응하는 것은 물론, 원재료비 절감을 통해 제품의 가격 경쟁력을 확보하면서 고마진으로 재무구조를 안정화시킬 수 있는 주요 제품으로 C-PVC를 성장시켜 왔다. 특히, 동사가 독보적인 경쟁력을 가지고 있는 소방 배관 자재 분야는 제품 용도의 특성상 관련 법규에 의해 엄격한 규제를 적용 받고 있어 소수 기업만이 경쟁구도를 형성하고 있을 정도로 높은 진입장벽을 나타낸다. 또한, 스프링클러 설비의 밸류체인에서 가장 중요한 부가 가치를 창출하는 단계인 제조와 시스템 통합 분야에서 동사는 시장점유율 1위 업체에 부합하는 우수한 기술력을 나타내고 있어 시장지배력을 더욱 강화시키고 있는 모습이다.

국내 스프링클러 설비 시장은 15년 3.9억 달러에서 20년 6.5억 달러로 연평균 10.9% 성장할 것으로 전망되고, 동사가 진출을 강화시키고 있는 베트남을 포함한 아시아-태평양 권역의 시장은 15년 18.9억 달러에서 20년 30.9억 달러로 연평균 10.4% 성장할 것으로 예상된다. 글로벌 시장 규모는 15년 70.6억 달러에서 20년 110.4억 달러로 연평균 9.4%에 달하는 성장을 나타낼 것으로 전망될 정도로 스프링클러 시장 수요는 가파르게 성장할 것으로 예상된다.

이에 따라, 동사의 19년 C-PVC 매출액은 전년 대비 23.8% 증가한 386억원, 20년에는 전년 대비 26.1% 증가한 487억원, 21년에는 28.7% 증가한 626억원을 기록할 것으로 전망되어 중장기 성장 모멘텀에 높은 관심을 가지고 지켜볼 필요가 있다.

#### 안정적인 캐시카우를 창출하고 있는 PB 배관

배관재 시장은 첫째, 주택건설 확대에 따라 수요가 지속적으로 증가하고 있고, 둘째, 마감 자

# 매수

[신규]

목표주가(12M)

3,430원

오승규 Analyst

seuohh@hygood.co.kr

02-3770-5481

#### 주가지표

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| KOSPI(05/31)  | 2,042P            |
| KOSDAQ(05/31) | 696P              |
| 현재주가(05/31)   | 2,300원            |
| 시가총액          | 1,191억원           |
| 총발행주식수        | 5,179만주           |
| 120일 평균거래대금   | 101억원             |
| 52주 최고주가      | 3,150원            |
| 52주 최저주가      | 1,650원            |
| 유동주식비율        | 47.2%             |
| 외국인지분율(%)     | 1.52%             |
| 주요주주          | 태광실업 외 2인 (52.8%) |

#### 상대주가차트



재 고급화로 배관 재료의 중요성이 커지고 있으며, 셋째, 건설사의 시공 안정성 및 신뢰성에 대한 요구 수준이 확대되면서 품질의 중요성이 부각되고 있는 특징이 있다. 이에 따라, 난방용 배관 재료 분야에서 저렴한 가격 경쟁력을 기반으로 사용되고 있는 XL 배관은 품질의 문제점이 부각되면서 내식성, 저항성 및 시공성이 탁월한 PB 파이프로의 대체 요구가 커지고 있는 상황이다.

다만, 가격이 고가라 마감 자재의 고급화가 이루어지는 건설 현장에서의 수요는 크지만, 일반 건설 현장에서의 수요는 크지 않았던 것이 현실이다. 하지만, PB 원료의 가격 하락세가 지속되면서 XL 배관과의 차이가 축소된 영향으로 대형 건설사 위주의 난방용 배관 시장에서 PB 배관의 수요가 점차 확대되고 있는 모습이다. 특히, PB배관 분야는 3~4개의 기업이 시장을 점유하고 있는 상황에서 1위 사업자의 지위를 가지고 있는 동사 제품의 공급량이 신제품 출시와 함께 점진적인 증가를 보일 것으로 예상된다. 19년 PB 배관 매출액은 전년 대비 3.0% 증가한 348억원을 기록할 것으로 전망된다.

### 투자의견 매수 및 적정주가 3,430원 제시

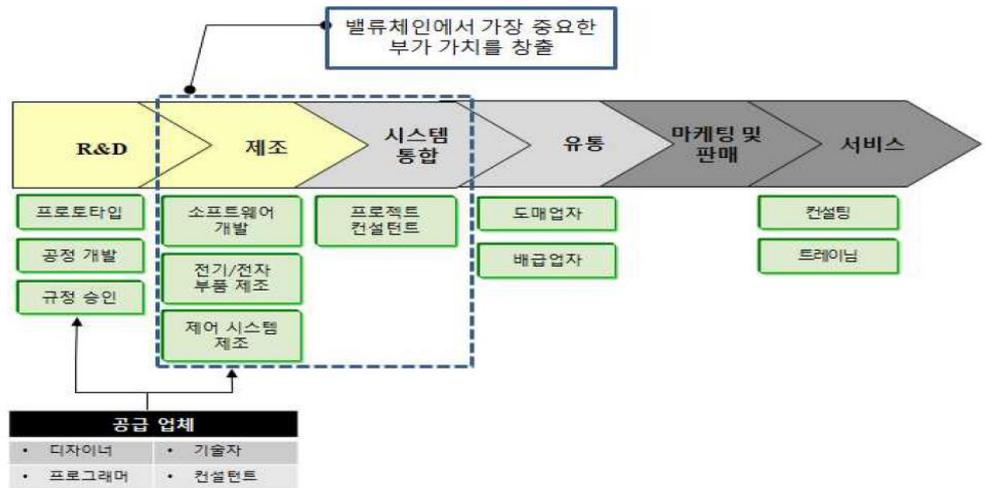
동사의 19년 매출액은 전년 대비 13.0% 증가한 734억원, 영업이익은 전년 대비 21.5% 증가한 122억원을 기록할 것으로 전망된다. 국내 소방 배관 시장의 가파른 수요 성장에 따라 고마진의 C-PVC 배관 공급이 증가할 것으로 예상되고, 베트남 등 해외 시장 개척을 통한 수익 창출도 클 것으로 전망되기 때문이다. PB배관 또한 난방용 배관 교체에 따른 수요 발생으로 실적 개선에 기여할 것으로 판단된다.

이에 따라, 투자의견 매수 및 적정주가 3,430원을 제시한다. 적정주가는 가파른 실적 개선이 기대되는 19년, 20년, 21년의 3개년 Forward EPS 평균에 17년 P/E 14.6x를 적용하여 산출하였으며, 현 주가 (5.31일) 대비 49.1%의 상승 여력을 가진다.

| 구 분       | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 782   | 650   | 734   | 863   | 1,085 |
| 영업이익      | 115   | 100   | 122   | 155   | 210   |
| 영업이익률     | 14.7% | 15.5% | 16.6% | 18.0% | 19.4% |
| 순이익[지배]   | 95    | 75    | 93    | 116   | 156   |
| EPS(원)    | 184   | 145   | 180   | 223   | 302   |
| PER(배)    | 14.6  | 14.7  | 12.6  | 10.2  | 7.5   |
| PBR       | 2.2   | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.1   |
| EV/EVITDA | 10.3  | 8.7   | 7.1   | 2.7   | 1.7   |
| ROE(%)    | 16.0% | 11.1% | 12.2% | 13.3% | 15.5% |

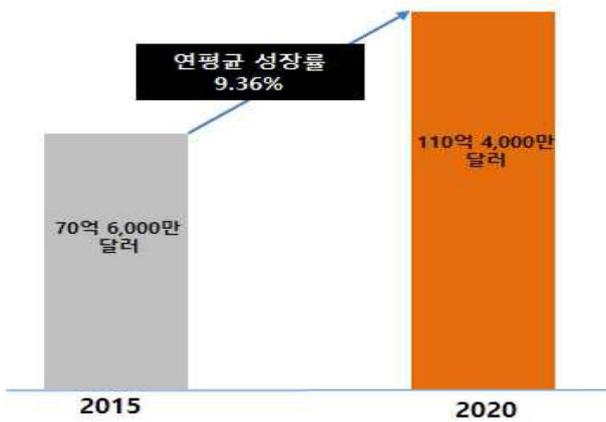
자료: 정산애강, 한양증권 리서치센터

[그림1] 스프링클러 설비의 밸류체인 현황



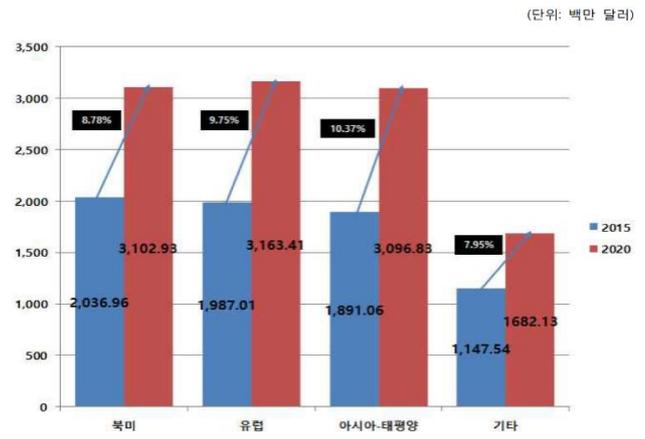
출처: Marketsandmarkets, Fire Sprinkler Market, 한양증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 스프링클러 설비 시장규모 전망



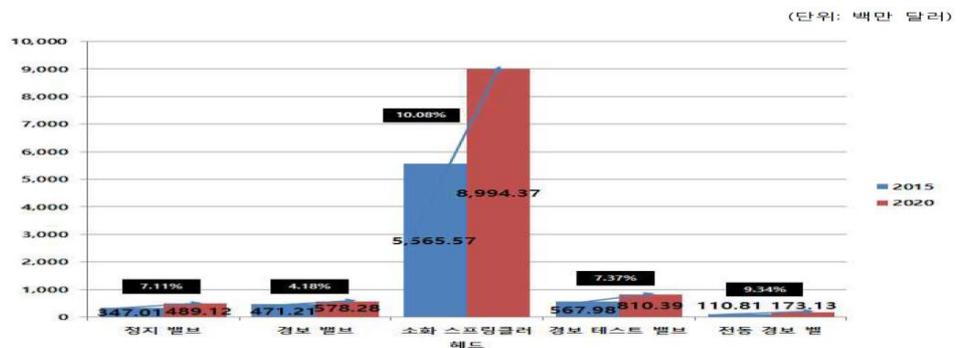
출처: Marketsandmarkets, Fire Sprinkler Market, 한양증권 리서치센터

[그림3] 글로벌 스프링클러 설비 지역별 시장규모 전망



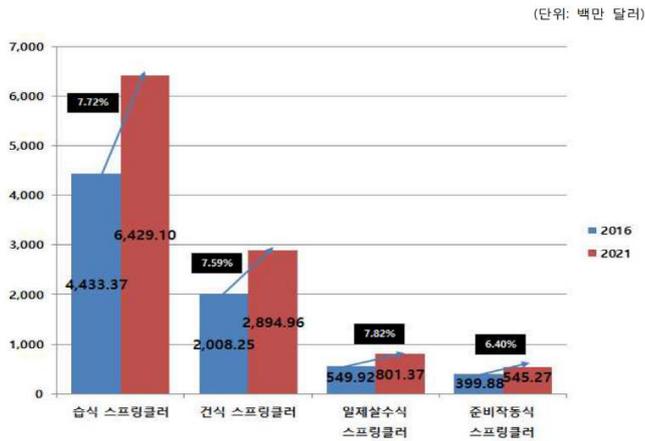
출처: Marketsandmarkets, Fire Sprinkler Market, 한양증권 리서치센터

[그림4] 글로벌 스프링클러 설비 부품별 시장규모 전망



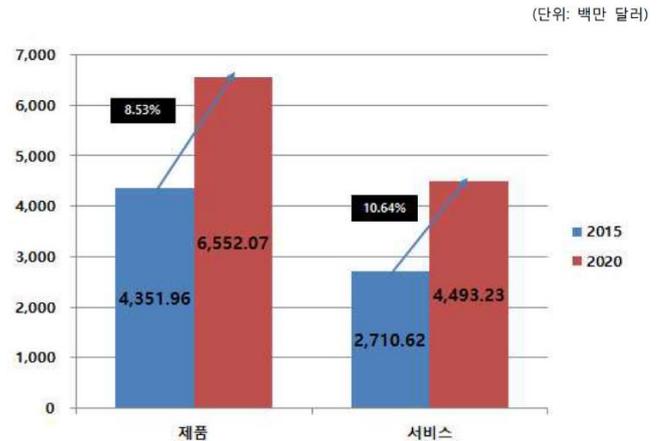
출처: Marketsandmarkets, Fire Sprinkler Market, 한양증권 리서치센터

[그림5] 글로벌 스프링클러 설비제품 종류별 시장규모 전망



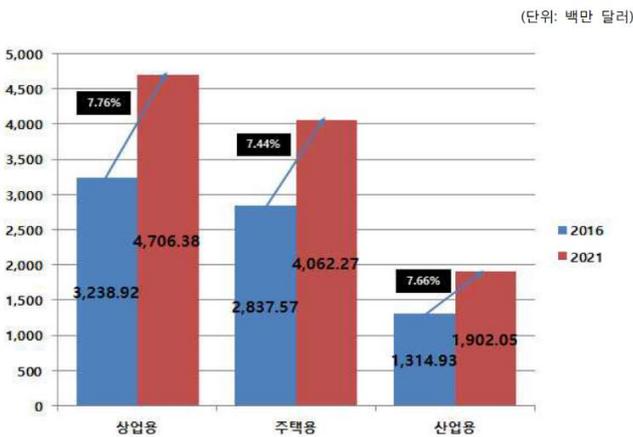
출처: TechNavio, Global Fire Sprinkler Systems Market, 한양증권 리서치센터

[그림6] 글로벌 스프링클러 설비 종류별 시장규모 전망



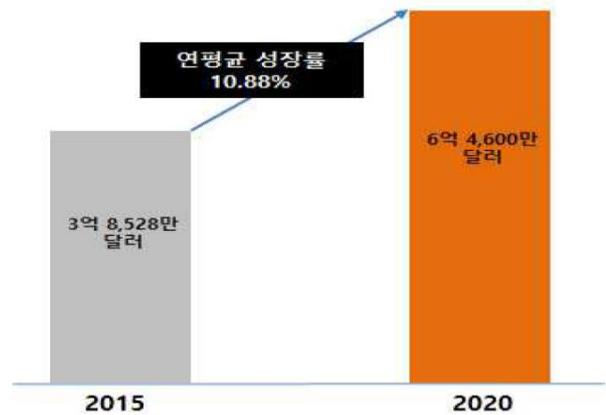
출처: Marketsandmarkets, Fire Sprinkler Market, 한양증권 리서치센터

[그림7] 글로벌 스프링클러 설비제품의 용도별 시장규모 전망



출처: TechNavio, Global Fire Sprinkler Systems Market, 한양증권 리서치센터

[그림8] 국내 스프링클러 설비 시장규모 전망



출처: Marketsandmarkets, Fire Sprinkler Market, 한양증권 리서치센터

[도표1] 연간 영업실적 전망

| 구분       | 2016A  | 2017A  | 2018A  | 2019F  | YoY   | 2020F  | YoY   | 2021F   | YoY   |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|-------|
| 매출액      | 69,284 | 78,234 | 64,950 | 73,368 | 13.0% | 86,266 | 17.6% | 108,477 | 25.7% |
| PB 배관    | 38,406 | 40,436 | 33,782 | 34,796 | 3.0%  | 37,614 | 8.1%  | 45,840  | 21.9% |
| C-PVC 배관 | 30,878 | 37,798 | 31,168 | 38,572 | 23.8% | 48,652 | 26.1% | 62,637  | 28.7% |
| 영업이익     | 6,747  | 11,473 | 10,039 | 12,199 | 21.5% | 15,527 | 27.3% | 21,016  | 35.3% |
| 영업이익률    | 9.7%   | 14.7%  | 15.5%  | 16.6%  | 1.2%  | 18.0%  | 1.4%  | 19.4%   | 1.4%  |

출처: 정산애강, 한양증권 리서치센터

