

# 벽산(007210)

## Corporate day 후기: 악재 종료

### 매출 하락 요인 해소

2년의 매출 하락기를 지나, 2018년부터 성장이 예상된다. 2017년 매출 하락 요인은 두 가지였다. 1) ‘보랄’과의 분쟁으로 석고보드(매출의 30%) 매출이 55% 감소했고 2) 조선업 악화로 미네랄울(15%) 매출은 50% 감소했다. 작년 석고보드 소송비용 20억원, 석고보드 이익 감소 70억원, 미네랄울 이익 감소 30억원 등 총 120억원의 이익 하락요인이 발생, 2013년 이래 최악의 실적을 기록했다. 올해 KCC와 석고보드 공급계약을 맺어 올해 석고보드 매출은 800억원(2017년 450억원)이 가능하다. 2분기 석고보드 가동률은 빠르게 정상화되고 하반기부터 미네랄울 물량 증가가 예상된다. 원자재 가격 부담은 있으나 매출 증가는 확실하다.

### 자회사 하츠, ‘환기청정기’로 B2G 사업

자회사 ‘하츠’(지분율 46%)의 성장도 기대된다. 2017년 매출은 1천억원을 돌파했고 기존 수주로 올해도 매출 성장이 지속된다. 최근 신제품 ‘환기청정기’를 개발하고 적극 판매에 나선다. 미세먼지는 흡입하지만 CO<sub>2</sub>를 잡지 못하는 공기청정기의 한계를 뛰어넘어 미세먼지와 CO<sub>2</sub> 모두를 잡는 제품이다. 정부는 각종 미세먼지 해결 대책을 내놓고 있다. 학교 공기질 개선사업에 잡힌 올해 예산만 1,200억원, 2020년까지 4천억원이다. 하츠는 학교/체육관 등 B2G로 환기청정기를 판매할 계획이다. 하츠는 분당 정자초등학교 등 이미 납품사례가 있다. 후드와 환기시스템 등, 실내 공기질 개선과 관련된 제품 개발에 집중해 왔기에 경쟁력이 있다.

### 가장 싼 조선 관련주이자 무기질단열재 시장의 과점업체

벽산은 건자재로 분류되나 매출의 15%, 이익의 50%가 조선용 단열재(글라스울, 미네랄울)에서 발생해, 조선업과 민감도가 더 높다. 현재 글라스울은 수요초과 현상이 극심하다. LNG선 보냉재에 투입되는 글라스울(글라스울 매출의 12%)은 Big 3의 LNG선 수주 증가를 감안 시 장기적으로 호황을 누릴 전망이다. 따라서 현 용량의 60%를 증설 중이며, 올 8월 가동된다. 풀가동시 전사 매출은 13% 증가한다. 2018F PER 15배로 추정되며 글라스울 증설공장이 완전히 가동될 2019년 PER은 10배 이하로 하락할 전망이다. 조선 관련주 중 가장 밸류에이션이 싼데다, 무기질단열재 시장의 독과점적 지위를 감안하면 밸류에이션 할증이 타당하다.

### Not rated

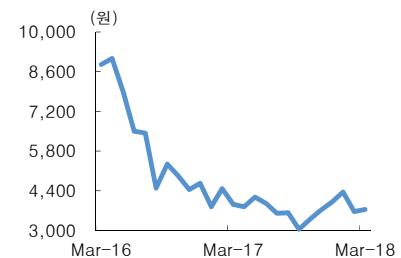
#### Stock Data

KOSPI(3/15)	2,492
주가(3/15)	3,745
시가총액(십억원)	257
발행주식수(백만)	69
52주 최고/최저가(원)	4,650/2,890
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,498
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.3/11.7
주요주주(%)	김희철 외 12 인
	25.6
	소양제이차주식회사
	7.3

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.8)	14.9	(7.4)
KOSPI 대비(%p)	(8.7)	10.4	(24.3)

#### 주가추이



자료: WISEfn

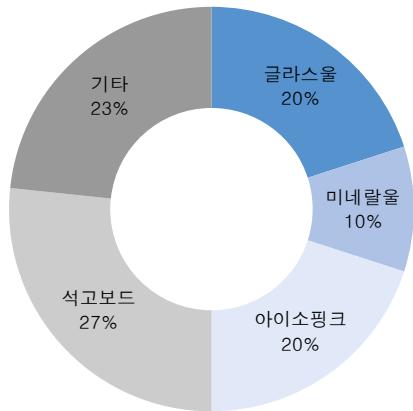
#### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

#### 김치호

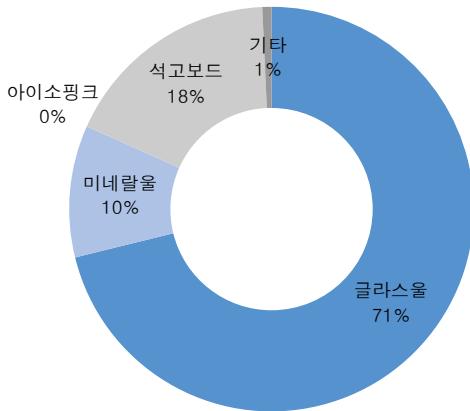
chiho.kim@truefriend.com

[그림 1] 벽산 매출 구조



주: 2017년말 기준  
자료: 벽산, 한국투자증권

[그림 2] 벽산 이익 구조 (석고보드 정상화 가정 시)



주: 2017년말 기준  
자료: 벽산, 한국투자증권

&lt;표 1&gt; 벽산 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출	95.2	110.7	112.7	125.2	97.1	98.5	111.1	108.1	399.3	428.3	442.8	443.8	414.7	468.9	538.0
YoY	(4.8%)	(2.9%)	(0.4%)	8.2%	2.0%	(11.1%)	(1.4%)	(13.7%)	25.2%	7.3%	3.4%	0.2%	(6.6%)	13.1%	14.7%
벽산	65.0	72.4	75.0	82.3	60.0	56.7	68.3	82.8	266.8	285.6	294.0	294.7	267.8	298.9	362.7
벽산페인트	17.5	22.0	22.0	26.8	23.4	25.6	26.3	26.6	66.1	76.1	72.7	88.2	101.9	107.0	112.3
하츠	14.8	20.6	15.1	18.0	15.7	18.2	16.6	19.6	75.2	75.8	76.1	68.5	70.1	70.0	70.0
영업이익	7.8	10.0	9.5	7.8	6.3	6.2	6.4	2.7	20.4	31.5	39.9	35.2	21.6	28.8	44.1
영업이익률	8.2%	9.1%	8.4%	6.2%	6.4%	6.3%	5.8%	2.5%	5.1%	7.4%	9.0%	7.9%	5.2%	6.1%	8.2%
YoY	(15.9%)	(17.0%)	(4.9%)	(8.5%)	(20.0%)	(38.0%)	(32.2%)	(65.2%)	35.9%	54.4%	26.7%	(11.9%)	(38.5%)	33.0%	53.3%
벽산	7.5	7.9	7.5	5.2	4.9	4.1	4.6	2.1	19.1	24.8	31.8	28.1	15.7	22.8	37.8
영업이익률	11.5%	10.9%	10.0%	6.3%	8.1%	7.3%	6.8%	3.2%	7.2%	8.7%	10.9%	9.5%	6.3%	7.6%	10.4%
벽산페인트	0.1	0.9	0.6	0.4	0.0	0.6	1.0	(1.6)	0.7	2.0	3.3	2.0	0.0	0.5	0.5
영업이익률	0.8%	4.3%	4.0%	2.2%	(0.1%)	3.2%	6.2%	(8.0%)	0.9%	2.6%	3.7%	2.9%	0.0%	0.7%	0.7%
하츠	0.1	1.1	1.3	2.0	1.4	1.5	1.7	0.6	(0.1%)	3.7	4.8	4.4	5.2	5.5	5.8
영업이익률	0.4%	4.8%	5.8%	7.5%	5.9%	5.8%	6.4%	2.4%	(0.2%)	4.9%	5.5%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%
세전이익	8.0	6.6	8.9	8.7	3.8	4.1	6.3	4.4	15.2	28.6	39.9	32.1	18.5	27.4	42.7
순이익	6.1	5.0	6.8	6.5	2.7	3.3	4.0	3.4	10.3	21.3	30.3	24.4	13.4	20.0	31.2
지배주주순이익	6.0	4.6	6.1	5.8	2.1	2.7	3.2	3.3	11.1	19.4	27.9	22.5	11.2	18.0	29.2

자료: 한국투자증권

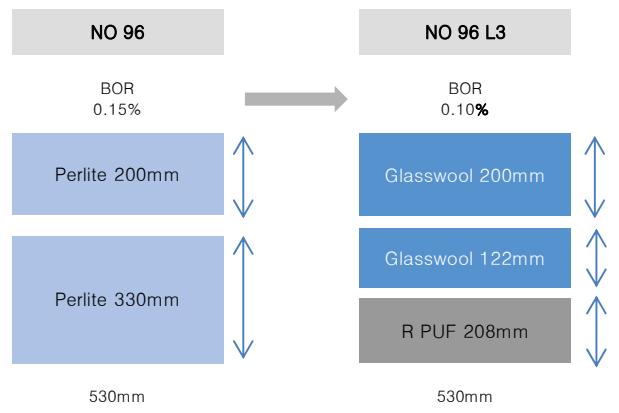
다음은 전일 개최한 corporate day에서 논의된 주요 질의사항이다.

### 매출 upside

- 1) 글라스울: 연 3.5만톤을 생산(매출 600억원)하며 가장 수익성 좋은 품목이다. 정부의 단열재 규제(불연재 사용, 외단열 두께 규제 등)로 매년 5% 이상 시장이 성장하고 있다. LNG선 보냉재에 들어가는 글라스울은 스펙이 높아 그 중에서도 수익성이 좋지만 현재 공장이 풀가동이라 충분히 수주하지 못하고 있다. 따라서 현 용량 대비 60%를 증설 중이다. 증설 공장은 올해 8월부터 가동되며 2019년 300억원의 매출 증가가 예상된다.

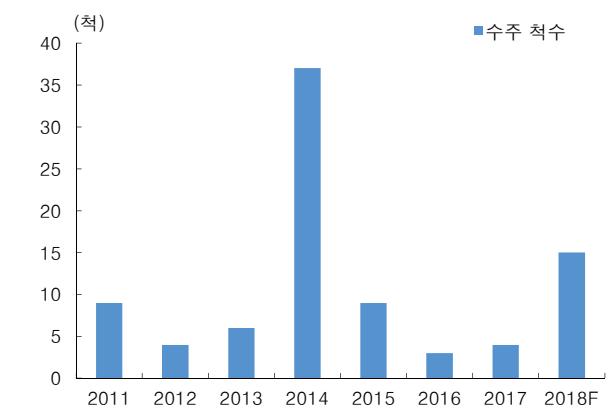
2) 아이소핑크: 단가 경쟁으로 2017년 600억원의 매출에 그쳤다. 완전히 단가 정상화 시, 약 100억원의 매출 증가가 가능하다. 1분기 가격 인상 예정이나 그 폭은 미미할 전망이라 아직 정상화까지는 요원하다.

[그림 3] 대우조선해양의 LNG선 보냉재 타입(NO 96)



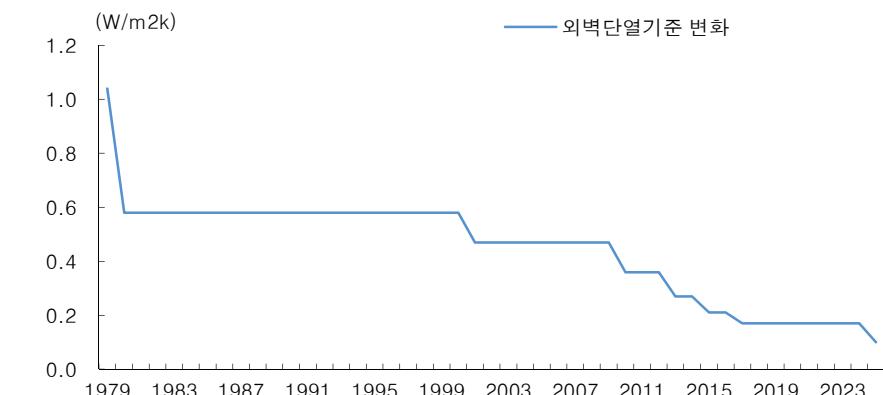
자료: 대우조선해양, 한국투자증권

[그림 4] 대우조선해양의 LNG선 수주 척수



자료: 대우조선해양, 한국투자증권

[그림 5] 외벽 단열기준 변화



자료: 국토교통부, 한국투자증권

## 2018년 실적은 상저하고

2017년 실적은 석고보드와 미네랄울로 크게 악화됐다. 석고보드는 2, 3분기 평년의 40% 이하를 공급받는데 그쳤다. 4분기 KCC와의 계약으로 점차 물량이 늘었지만 때마침 조선사의 상선 인도량 급감으로 미네랄울 매출이 급감했다. 따라서 이익은 하반기로 갈수록 더욱 악화되었다.

2018년은 상저하고로 매분기 추세적으로 성장할 전망이다. 전년 1분기는 보랄로부터 인센티브 10억원(매년 1분기, 전년 석고보드 판매분에 대한 인센티브 수령)을 받았지만 2018년 1분기는 보랄과의 계약 해제로 인식되지 않는다. 즉 석고보드 매출 회복에도 불구하고, 1분기 이익 개선은 쉽지 않다. 반면 자회사 ‘하츠’는 여전히 견조한 성장이 예상돼, 1분기 이익은 전년대비 유사한 수준에서 선방할 것이다. 2분기부터는 빠른 성장이 예상된다.

## 하츠: 올해에도 성장 이어가, ‘환기청정기’ 런칭

하츠는 국내 1위 레인지후드 업체로, 매출의 49%는 레인지후드, 23%는 빌트인 기기(대부분 OEM), 21%는 세대환기 시스템에서 발생한다. 레인지후드 시장 내 점유율 44%로 압도적이다. 저가 경쟁이 난무하지만 디자인과 연구개발이 타사대비 시스템화 돼 있어 신제품이 꾸준히 나오고 품질이 좋다.

2012년부터 후드 렌탈을 통해 B2C를 공략했으나 쉽지 않았고 2017년 들어서는 거의 중단 상태다. 오히려 비용 절감 차원에서 긍정적이었다고 판단된다. 주력 시장은 B2B로 레인지후드 매출의 70%를 차지한다. 충분히 확보한 수주잔고 영향으로 2019년 상반기까지 매출 성장을 예상한다.

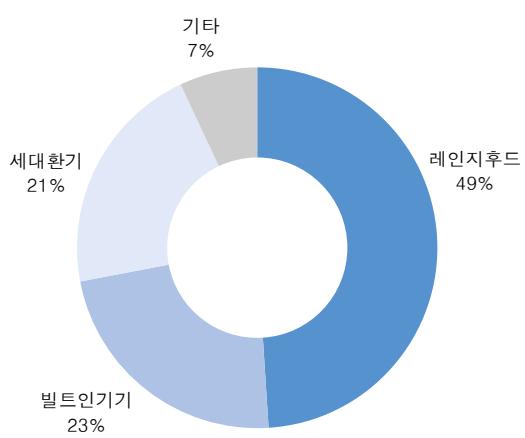
이후 성장동력 차원에서 올해부터 ‘환기청정기’ 사업을 시작했다. B2C 제품은 다음주 출시되나 주력 수요처는 학교/체육관 등 공공기관이다. 현 정부의 최대 공약 중 하나가 미세먼지 해결이고 관련 예산은 2018년에만 1,200억원이 책정돼 있다. 미세먼지만 잡는 기준 공기청정기 대비 CO<sub>2</sub> 까지 잡는 환기청정기는 충분히 경쟁력이 있다. 이미 분당 정자초등학교 등에 시범 납품을 완료했다. 환기청정기는 경쟁이 심한 후드보다 훨씬 기대 마진이 좋다.

[그림 6] 스탠드형 ‘환기청정기’



자료: 하츠, 한국투자증권

[그림 7] 2017년 하츠 매출 구분



자료: 하츠, 한국투자증권

## 기업개요

1951년 설립, 1972년 한국거래소에 상장된 건축자재 제조 및 판매 회사. 익산공장을 비롯한 6개 공장에서 천장재, 단열재, 외장재 등 건축자재를 생산. 본사를 비롯한 부산, 대구, 대전, 광주의 전국 4개 지점과 기타 영업소 등 전국에 걸쳐 폭넓은 유통망 보유. 90.26%의 지분을 보유한 벽산페인트, 46.33%의 지분을 보유한 하츠(가정용 레인지후드, 빌트인 기기 및 환기시스템 생산 및 판매회사)가 주요 자회사

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
유동자산	206	223	226	257	264
현금성자산	49	69	77	101	111
매출채권및기타채권	103	106	103	105	111
재고자산	26	24	25	24	23
비유동자산	180	176	174	173	195
투자자산	12	10	9	9	8
유형자산	141	141	143	142	172
무형자산	6	5	5	5	5
자산총계	386	398	400	430	458
유동부채	120	132	126	121	146
매입채무및기타채무	66	82	74	77	97
단기차입금및단기사채	42	33	29	28	37
유동성장기부채	8	15	19	10	8
비유동부채	47	39	31	41	32
사채	11	11	0	0	0
장기차입금및금융부채	15	8	10	19	11
부채총계	166	171	157	162	178
지배주주지분	167	175	190	212	224
자본금	34	34	34	34	34
자본잉여금	42	42	42	42	42
기타자본	(17)	(17)	(17)	(17)	(22)
이익잉여금	109	117	132	154	170
비지배주주지분	53	52	53	55	57
자본총계	220	227	243	267	280

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
매출액	390	399	428	443	444
매출원가	316	320	337	342	346
매출총이익	75	79	91	101	98
판매관리비	62	58	60	61	63
영업이익	13	20	32	40	35
금융수익	3	2	4	3	5
이자수익	2	2	3	2	2
금융비용	11	7	7	3	2
이자비용	4	4	3	2	2
기타영업외손익	0	(1)	1	0	(6)
관계기업관련손익	0	0	(0)	0	0
세전계속사업이익	5	15	29	40	32
법인세비용	2	5	7	10	8
연결당기순이익	3	10	21	30	24
지배주주지분순이익	5	11	20	28	22
기타포괄이익	1	(1)	(2)	(2)	(3)
총포괄이익	4	9	19	28	22
지배주주지분포괄이익	6	10	18	26	20
EBITDA	22	27	38	46	41

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
영업활동현금흐름	20	34	25	41	39
당기순이익	3	10	21	30	24
유형자산감가상각비	9	6	6	6	6
무형자산상각비	0	0	1	1	0
자산부채변동	(7)	6	(12)	(4)	8
기타	15	11	10	8	0
투자활동현금흐름	(22)	(2)	(4)	(11)	(22)
유형자산투자	(4)	(6)	(8)	(5)	(35)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(17)	4	2	(7)	7
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(0)	(1)
기타	(1)	(0)	2	0	7
재무활동현금흐름	(1)	(12)	(12)	(5)	(9)
자본의증가	6	0	0	0	0
차입금의순증	(6)	(10)	(9)	(1)	(0)
배당금지급	(0)	(2)	(4)	(4)	(4)
기타	(0)	0	(0)	0	(5)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	3
현금의증가	(3)	20	9	24	10

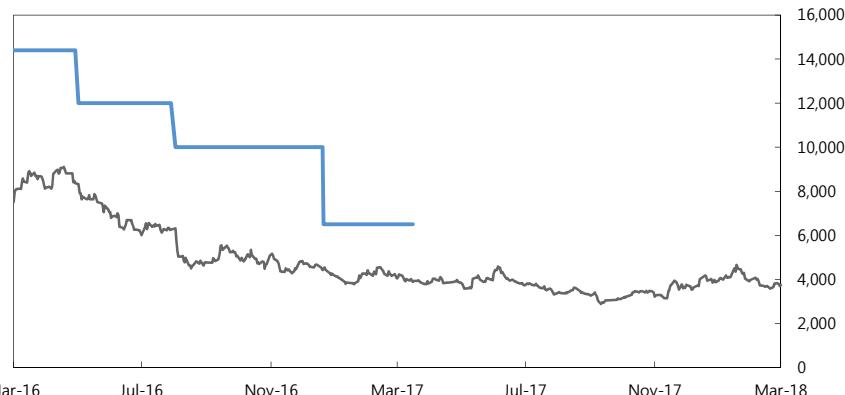
## 주요투자지표

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
주당지표(원)					
EPS	84	189	330	472	381
BPS	2,677	2,796	3,005	3,329	3,568
DPS	130	56	68	65	35
성장성(%), YoY					
매출증가율	15.9	2.3	7.3	3.4	0.2
영업이익증가율	(43.2)	61.1	54.4	26.4	(11.9)
순이익증가율	(69.2)	125.8	74.7	43.2	(19.6)
EPS증가율	3,106.1	125.0	74.6	43.0	(19.3)
EBITDA증가율	(27.1)	23.8	41.7	21.4	(11.0)
수익성(%)					
영업이익률	3.3	5.1	7.4	9.0	7.9
순이익률	1.3	2.8	4.6	6.3	5.1
EBITDA Margin	5.6	6.7	8.9	10.4	9.3
ROA	0.8	2.6	5.4	7.3	5.5
ROE	3.0	6.5	10.7	13.9	10.3
배당수익률	6.6	2.1	1.2	0.8	0.8
배당성향	37.7	29.7	20.6	13.8	9.1
안정성					
순차입금(십억원)	1	(25)	(38)	(69)	(72)
차입금/자본총계비율(%)	34.9	29.4	23.8	21.2	20.1
Valuation(X)					
PER	23.4	14.1	16.8	18.0	12.2
PBR	0.7	1.0	1.8	2.6	1.3
EV/EBITDA	7.9	7.2	10.0	12.0	6.9

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	피리울	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
벽산(007210)	2016.02.25	매수	14,400원	-42.3	-36.8
	2016.05.16	매수	12,000원	-43.3	-34.0
	2016.08.16	매수	10,000원	-51.6	-42.6
	2017.01.04	매수	6,500원	-36.2	-29.9
	2017.03.31	NR	-	-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 15일 현재 벽산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준입니다

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

### ■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견입니다

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.