

기술 2024-024

2024.04.25.

이 보고서는 시가총액 5,000억 원 미만의 중소형 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서 비금속광물

# 벽산(007210)

- ▶ 요약
- ▶ 기업현황
- ▶ 시장동향
- ▶ 기술분석
- ▶ 재무분석
- ▶ 주요 변동사항 및 전망

작성기관 (주)NICE디앤비

작성자 이상룡 연구원

[YouTube 요약 영상 보러가기](#)

- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브(IRTV)로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미제재 상태일 수 있습니다.
- 텔레그램에서 “한국IR협의회” 채널을 추가하시면 매주 보고서 발간 소식을 안내 받으실 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 작성기관(TEL.02-2122-1300)로 연락하여 주시기 바랍니다.

# 벽산(007210)

반세기 이상 건축자재 업계 선도기업

## 기업정보(2024.04.12. 기준)

대표자	김성식
설립일자	1971년 04월 09일
상장일자	1972년 01월 04일
기업규모	중견기업
업종분류	그 외 기타 분류 안된 비금속 광물제품 제조업
주요제품	건축용 단열재, 내장재, 주방기기 등

## 시세정보(2024.04.12. 기준)

현재가(원)	2,130원
액면가(원)	500원
시가총액(억 원)	1,460억 원
발행주식수	68,560,000주
52주 최고가(원)	4,260원
52주 최저가(원)	2,020원
외국인지분율	7.08%
주요주주	
벽산엘티씨엔터 프라이즈㈜	13.17%
김성식	6.86%

## ■ 53년 건축자재 제조 업력 기반 건축자재 제조업 영위 기업

벽산(이하 동사)은 1971년 4월 설립되어 1972년 1월 유가증권시장에 상장한 업체로 건축용 단열재, 내장재 등 건축자재 제조 및 유통 사업을 주력으로 영위하고 있으며, 건축용, 공업용 등의 도료, 주방용 기기 및 환기제품의 제조와 유통 사업 등도 영위하고 있다. 2023년 기준 사업 부문별 매출 비중은 건재 부문(단열재, 내외자재 등) 71.5%, 도료 부문 7.0% 등을 기록하고 있으며, 절반 이상의 매출이 건축용 단열재, 내장재 등 건축자재를 통해 발생하고 있다.

## ■ 화재에 취약한 유기 소재에서 무기 소재로 대체 중인 건축자재 시장

동사가 영위하는 건축자재 사업은 원재료에 따라 유기 소재와 무기 소재로 크게 구분할 수 있다. 건축자재 시장은 제조하기 상대적으로 쉽고 가격이 저렴한 유기 소재의 제품 위주로 성장하였으나, 화재 시 유독가스 발생 및 대형화재로 이어질 가능성이 높은 치명적인 단점으로 건축자재 사용에 대한 규제가 강화되고 있어 동사의 주요 제품인 그라스울과 같은 무기 소재의 제품으로 대체되고 있다.

## ■ 무기 소재 건축자재 시장의 선도기업으로 성장 예상

동사는 국내 무기 단열재 시장의 선도기업으로 증가하는 수요를 흡수하기 위해 생산설비를 증설하여 연간 18.4만 톤의 단열재 생산능력을 보여주고 있다. 국내에서 무기 단열재를 생산하는 기업이 소수이며 신규 기업의 진입이 어려운 점, LNG선의 수주 호황으로 조선용 보온재료의 물량이 늘어나고 있는 점 등은 어려운 건설 경기 속에서도 시장을 선도할 수 있는 역량을 보여준다.

## 요약 투자지표 (K-IFRS 연결 기준)

	매출액 (억 원)	증감 (%)	영업이익 (억 원)	이익률 (%)	순이익 (억 원)	이익률 (%)	ROE (%)	ROA (%)	부채비율 (%)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)
2021	4,714.3	7.3	85.4	1.8	-15.0	-0.3	-2.0	-0.3	74.1	-66	4,049	-	1.0
2022	5,198.9	10.3	188.3	3.6	117.0	2.3	4.2	2.1	99.1	145	4,254	13.9	0.5
2023	6,207.2	19.4	447.5	7.2	364.3	5.9	13.1	6.0	87.3	486	4,808	5.4	0.6

### 기업경쟁력

#### 인지도가 높은 종합 건축자재 기업

- 단열재, 천장재, 내·외장재, 바닥재 등 다양한 건축자재 제품 라인업을 보유
- 오랜 업력과 기술력으로 국내 건축자재 시장을 선도

#### 무기 소재 위주의 제품 포트폴리오

- 화재 안전 기준에 적합한 그라스울, 미네랄울 등 무기 소재 제품을 주력 제품으로 보유
- 건축법 개정안 이전부터 시작된 설비 증설로 연간 약 13만 톤의 그라스울 생산역량 보유

### 핵심 기술 및 적용제품

#### 유·무기 단열재

- 그라스울, 미네랄울, 압출발포 폴리스티렌 등 유·무기 단열재 제품 생산
- 연간 18.4만 톤의 단열재 생산능력을 보유

#### 건축자재 제품 개발 및 성능 개선 진행

- 그라스울, 미네랄울 등의 제품 성능 검증 및 개선 중
- 무기재료 및 유기재료 등 원료 소재 연구, 국책과제 및 자체 연구개발과제를 수행 중

#### 동사의 주요 제품



### 시장경쟁력

#### 국내 건축용 단열재 시장 규모

년도	시장 규모	연평균 성장률
2021년	5,116억 원	▲6.78%
2027년	7,582억 원	

#### 국내 유리장섬유 시장 규모

년도	시장 규모	연평균 성장률
2022년	2,533억 원	▲12.25%
2027년	4,513억 원	

#### 시장환경

- 수출보다는 내수시장 위주의 산업으로, 전방 시장인 건축 산업의 경기변동과 정부 정책에 밀접하게 영향을 받는 산업
- 건축물 내외부에 사용되는 마감재 등에 준불연 이상의 성능 자재만을 쓸 수 있도록 한 건축법 개정안 등 건축자재에 대한 규제가 강화되고 있음

## I. 기업 현황

### 53년 건축자재 제조 업력 기반 건축자재 제조업 영위 기업

동사는 단열재, 외장재 등 건축자재의 제조 및 판매를 주력으로 수행하는 기업으로 1971년에 설립되어 50년 이상의 업력을 보유하고 있다. 그 외 페인트 도료, 레인지후드 및 주방용 빌트인기기 등을 생산하는 계열사를 보유하고 있다.

#### ■ 기업 개요

동사는 1971년 4월 설립되어 건축자재의 제조 및 판매를 주력으로 수행하고 있으며, 벽산페인트(주)를 통해 건축용, 공업용 등 도료의 외주제조 및 판매, 하츠를 통해 레인지후드 및 주방용 빌트인기기 등을 생산, 판매하고 있다. 동사는 서울특별시 중구 퇴계로 307(광희동 1가, 광희빌딩)에 본사를 두고 있으며, 1972년 1월 4일 유가증권시장에 상장하였다.

[표 1] 동사의 주요 연혁

일자	내용
1971.04.	(주)벽산 법인 설립
1972.01.	유가증권시장 상장
1977.04.	진해공장 준공 및 국내 최초 석고보드 생산, 판매
2002.10.	워크아웃 졸업(워크아웃 신청: 1998.08.)
2005.01.	익산공장 준공 및 그라스울 생산
2005.05.	김성식 대표이사 취임
2008.06.	하츠 인수
2023.11.	제49회 국가품질경영대회 전국분임조경진대회 설비(TPM) 부문 대통령상 은상 수상

자료: 동사 사업보고서(2023.12.) 및 홈페이지, NICE디앤비 재구성

2023년 12월 말 기준, 동사의 최대 주주는 벽산엘티씨엔터프라이즈(주)로 13.17%의 지분을 보유하고 있고, 김성식 대표이사가 6.86%를 보유하고 있으며, 김찬식 등 특수관계자 11인이 6.89%의 지분을 보유하고 있다. 동사는 벽산그룹집단에 소속되어 있으며, 상호출자제한 및 채무보증 제한의 대상은 해당하지 않는다. 동사는 계열사로 상장사 1개, 비상장기업으로 8개를 보유하고 있으며, 주요 계열사로는 벽산페인트(주), 하츠 등이 있다.

[표 2] 최대주주 및 특수관계인 주식소유 현황

주주명	지분율(%)
벽산엘티씨엔터프라이즈(주)	13.17
김성식	6.86
김찬식 등 특수관계자 11인	6.89
기타	73.08
합계	100.00

[표 3] 주요 계열사 현황

회사명	주요 사업	자산총액(억 원)
벽산페인트(주)	도료 제조업	194.6
하츠	주방용 기기 제조업	1,440.3

자료: 동사 사업보고서(2023.12.), NICE디앤비 재구성



## ■ 대표이사 경력

김성식 대표이사는 미국의 오하이오주립대학교를 졸업하고, 하버드대학교 비즈니스 스쿨(MBA)을 졸업 후 보스턴컨설팅을 거쳐 2001년 1월 동사에 입사하였다. 이후, 2005년 5월 대표이사로 선임되어 동사에서 경영을 총괄하고 있으며, 2008년 6월 동사의 주요 종속회사인 하츠를 인수한 후, 하츠의 대표이사로도 근무하고 있다.

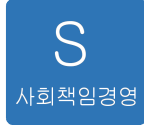


## ■ 주요 사업

동사는 단열재, 천장재, 내·외장재, 바닥재 등의 건축자재 제조 및 유통업을 주력으로 영위하는 중견기업이다. 동사는 그라스울, 미네랄울 등 무기 단열재를 주력 제품으로 생산하고 있으며 그 외 압출발포 폴리스티렌, 불연 차음 건축내장재, 압출성형 시멘트 패널 등의 제품 라인업을 보유하고 있다. 동사는 2023년 연결 기준 내수 비중이 99.4%로 국내에서의 매출이 대부분을 차지하고 있다.

## ■ 주요 고객사

동사의 주요 제품인 건축자재류는 건설업체로의 영업과 서울, 부산, 대구, 대전, 광주 등 주요 거점 도시를 포함한 전국에 소재한 판매지점을 통해 판매되고 있으며, 주요 매출처로는 에스와이씨가 있다.

### ESG(Environmental, Social and Governance) 활동 현황

 <p>E 환경경영</p>	 <p>12 지속가능한 생산과 소비</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 친환경 제품 생산을 통한 친환경 건축자재 인증서 및 ISO 14001 인증 취득</li> <li>◎ 종합재활용 전문기업 종속회사 운영을 통한 폐석고, 보드, 유리섬유 재활용 등 폐기물 순환자원화 수행</li> </ul>	 <p>13 기후변화와 대응</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 탄소중립 로드맵 이행을 통한 제품 저탄소화 실현 및 탄소 성적 표지 인증 취득</li> </ul>
 <p>S 사회책임경영</p>	 <p>3 건강하고 행복한 삶 보장</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ ISO 45001 인증에 기인한 작업자 안전을 위한 경영시스템 구축</li> <li>◎ 전 공장 CCTV 설치 운영을 통한 모니터링 수행</li> </ul>	 <p>4 모두를 위한 양질의 교육</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 조직적 직업 훈련 및 복지/성희롱/괴롭힘 방지 교육 수행</li> </ul>
 <p>G 기업지배구조</p>	 <p>16 평화·정의·포용</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 공정한 기업활동을 위한 윤리헌장 마련 및 사이버감사실 운영</li> <li>◎ 컴플라이언스 운영 및 반부패 관리 수행, 이사회 중심의 정도경영 및 주주가치 제고</li> <li>◎ 한국 ESG기준원 평가결과 홈페이지 공개 및 계열사간 거래 검토, 승인조직 보유</li> </ul>		

## II. 시장 동향

### 화재에 취약한 유기 소재에서 무기 소재로 대체되고 있는 건축자재 시장

건축자재 산업은 전방 수요산업인 건설 경기에 민감하게 반응하는 산업으로, 계절적 요소나 산업 전반의 경기동향 등 거시경제 지표의 영향을 많이 받는 시장이다. 기존의 시장에서 높은 점유율을 차지하고 있던 유기 소재는 화재 시 유독가스를 배출하는 단점으로 인해 점차 시장에서 퇴출되고 있으며, 그 자리를 그라스울, 미네랄울 등 무기 소재 제품들이 채워가고 있다.

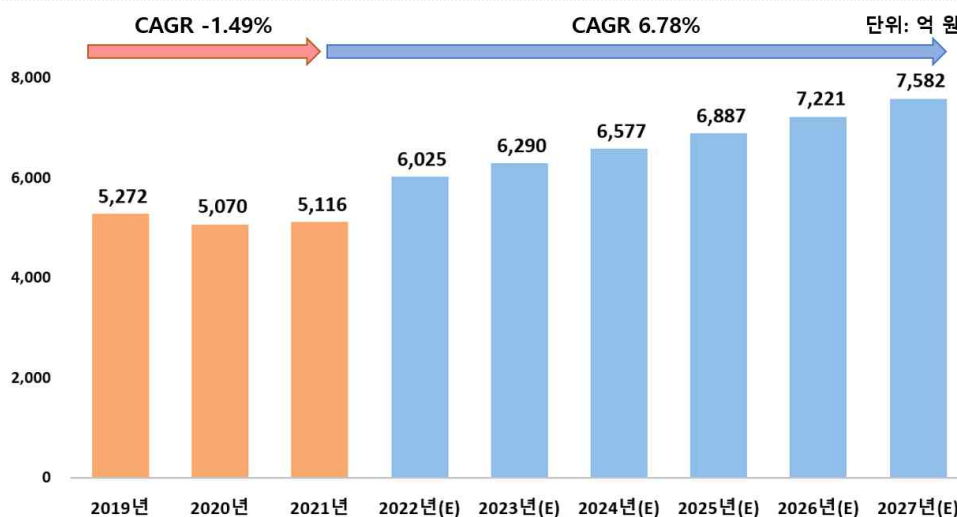
### ■ 건설 경기와 정부의 정책 등에 영향을 많이 받는 건축자재 산업

건축자재 산업은 유리섬유, 광물, 석고 등의 다양한 원료를 이용하여 단열재, 천장재, 마감재, 창호 등의 건축자재 제품을 생산하는 산업으로, 건축 및 조선, 플랜트 산업 전반에 광범위하게 사용되는 특성이 있으며, 우리가 생활하고 행동하는 대부분의 장소에 이용되고 있다. 동사의 주요 제품인 건축용 단열재는 일정한 온도가 유지될 수 있도록 외부로의 열 손실을 최소화하거나, 외부로부터의 열 유입을 방지하는 제품으로 소재에 따라 크게 그라스울이나 미네랄울 같은 무기 단열재와 스티로폼·우레탄폼이 들어가는 유기 단열재로 구분된다.

건축용 단열재 산업은 폴리스티렌, 페놀폼, 유리섬유 등을 제조하는 원료 산업을 후방산업으로 보유하고 있으며, 건설, 에너지, 플랜트 등 전방산업의 성장에 영향을 많이 받는 산업이다.

또한, 건축자재 산업은 정부의 정책에 밀접하게 영향을 받는 산업이며, 건축 및 인테리어에 있어서 단순한 마감재 기능뿐만 아니라 유해물질 저감과 같은 환경 기능, 방균, 방충, 방부 등의 생태 기능, 내열 및 단열 등의 열적 기능, 내후성 등 다양한 기능을 부여되는 친환경 건축자재로 시장이 확장되고 있다.

[그림 1] 국내 건축용 단열재 시장 규모



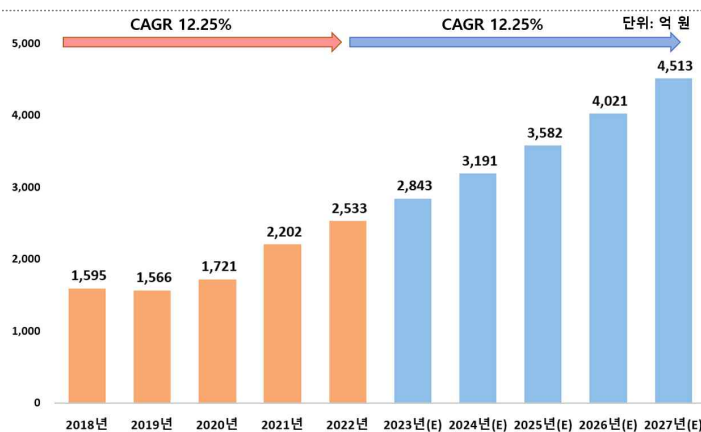
자료: Building Thermal Insulation Market 및 MarketsandMarkets(2022), NICE디앤비 재구성

시장조사기관 Building Thermal Insulation Market과 MarketsandMarkets에 따르면 국내 건축용 단열재 시장은 2019년 5,272억 원을 기록하고, 2021년까지 연평균 성장률(CAGR) -1.49% 감소하여 5,116억 원의 시장 규모를 기록하였으나, 이후 연평균 6.78% 성장하여 2027년에는 7,582억 원에 이를 것으로 전망된다.

최근의 건축자재 시장은 모든 창고 및 공장에 준불연 샌드위치 패널 사용 의무화(2020년 8월), 복합자재 준불연성능 이상 단열재 사용 의무화(2021년 2월) 등 건축자재에 대한 규제가 강화됨에 따라, 화재에 취약하고 화재 시 유독가스를 배출하는 기존의 유기 소재는 시장이 감소하고 있고, 난·불연성 소재나 글라스울 혹은 미네랄울 등과 같은 친환경 소재로 제조되는 무기 소재의 수요가 증가하고 있다.

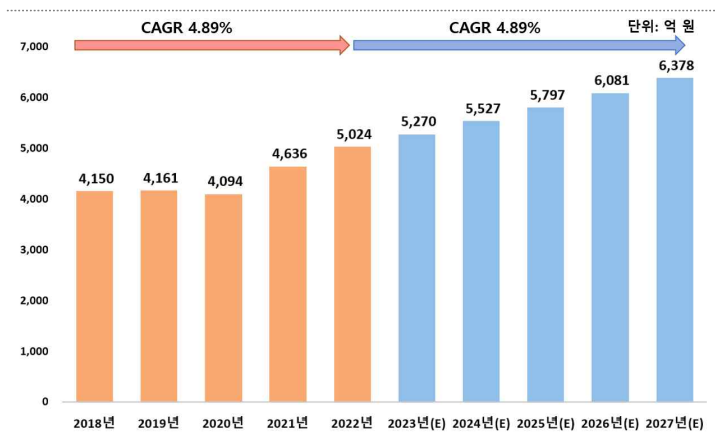
동사는 글라스울, 미네랄울 등 무기계열의 건축자재(단열재)를 주력으로 제조하고 있으며, 수요의 증가에 따라 동사와 케이씨씨 등 무기계열의 건축자재를 제조하는 기업들은 생산시설을 증설하고 있다.

[그림 2] 국내 유리장섬유 시장 규모



자료: 통계청 국가통계포털 광업·제조업 조사(품목편), NICE디앤비 재구성

[그림 3] 국내 암면 및 유사제품 시장 규모



자료: 통계청 국가통계포털 광업·제조업 조사(품목편), NICE디앤비 재구성

유리장섬유는 유리 제조에 사용되는 특정 원료를 용융하여 가늘고 길게 성형한 후 급속 냉각시켜 만든 유리섬유 중 각종 수지보강재로 사용되는 실, 로빙, 단연사 등의 형태인 것을 말하며, 대표적으로 유리섬유강화플라스틱(Glass Fiber Reinforced Plastic)과 글라스울(Glass Wool)이 있다. 통계청 국가통계포털 광업·제조업 조사(품목편)에 따르면 국내 유리장섬유 출하금액은 2018년 1,595억 원을 기록하였으며, 연평균 12.25% 성장하여 2022년에는 2,533억 원을 기록하였다. 이후 동일한 성장률을 적용 시 2027년에는 4,513억 원에 이를 것으로 전망된다.

암면은 미네랄울(Mineral Wool)이라고도 하며, 암석으로부터 인공적으로 만들어진 내열성이 높은 광물섬유를 이용하여 만든 소재이다. 암면은 불연성, 경량성, 단열성, 흡음성, 내구성의 특징을 갖추고 있어, 건축 및 플랜트 설비의 단열재 및 내화재료로 널리 사용되고 있다. 국내 암면 및 유사제품의 출하금액은 2018년 4,150억 원을 기록하고, 연평균 성장률(CAGR) 4.89%로 성장하여 2022년에는 5,024억 원을 기록하였으며, 이후 동일한 성장률을 적용 시 2027년에는 6,378억 원에 달할 것으로 통계청 국가통계포털 광업·제조업 조사(품목편)로 확인된다.

## ■ 경쟁사 분석

국내 건축자재 업체는 전방 산업인 건설, 플랜트 산업에 많은 영향을 받으면서 성장해 왔으며, 주요 매출이 대형 기업 중심으로 이루어져 중소형 기업의 참여가 용이하지 않은 구조이다. 건축자재 시장의 주요 기업들은 핵심 건축자재 소재 개발부터 다양한 기능성 제품에 이르기까지 건축자재 생산 전주기를 포괄적으로 영위하고 있으며, 중소기업들은 소재를 공급받아 제품을 생산하는 형태로 사업을 운영하고 있다.

국내의 주요 건축자재 기업으로는 동사와 케이씨씨, LX하우시스, 한솔홈데코 등이 있으며, 동사의 주요 제품인 무기 소재 건축자재(단열재)의 주요 경쟁업체로는 케이씨씨와 생고뱅이소바코리아(주)가 있다.

케이씨씨는 1958년 설립되어 1973년 유가증권시장에 상장한 대기업이다. 건자재 부문, 도료 부문, 실리콘 부문 등의 사업을 영위하고 있으며, 그 중 건자재 부문에서는 동사와 함께 그라스울과 미네랄울 두 종류의 무기 소재 제품을 같이 생산하는 국내 유일한 기업이다. 그 외 친환경 건축 소재를 이용하여 단열재, 마감재, 마루, 시트, 타일, 인테리어 필름 등 건축 인테리어 및 내장재로 사용되는 다양한 제품을 생산하고 있다.

생고뱅이소바코리아(주)는 1998년 설립되어 건축용 단열재인 그라스울을 생산하고 있는 기업으로 프랑스의 생고뱅 그룹(Compagnie de Saint-Gobain)에 속하며, 세계 굴지의 단열재 브랜드인 이소바(ISOVER)의 한국지사이다. 충청남도 당진시에 연간 3만여 톤의 그라스울을 제조할 수 있는 공장을 보유하고 있으며, 품질개선과 경쟁력 강화를 위해 제품을 전문화하고, 그라스울 수요 증가에 따라 생산시설을 확충하고 있다.

[표 4] 국내 무기 단열재 시장 경쟁업체 현황

(단위: 억 원)

회사명	사업부문	매출액			기본정보 및 특징(2023.12. 기준)
		2021	2022	2023	
벽산 (동사)	건재	2,947.3	3,508.3	4,436.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 중견기업, 유가증권시장 상장(1972.01.04.)</li> <li>· 건재 부문(내화단열재, 천장재 등), 도료 부문(건축용, 공업용 등), 주방기기 및 환기(레인지 후드 등) 등의 사업 부문 운영</li> <li>· 건축용 단열재를 주력으로 제조하고 있으며, 그 외 천장재, 내·외장재 등을 생산 중</li> <li>· K-IFRS 별도 기준</li> </ul>
케이씨씨	건자재	7,994.7	9,416.9	9,960.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 대기업, 유가증권시장 상장(1973.06.25.)</li> <li>· 건자재(건축용 내외장재), 도료(건축용, 자동차용 등), 실리콘(실리콘, 실란트), 기타 사업(장섬유 등) 부문 운영</li> <li>· 무기질 불연재 건자재를 주력으로 제조하고 있으며, 내장재로 석고보드, 천장재로 암면흡음천장판, 석고천장판을 생산</li> <li>· K-IFRS 연결 기준(건자재 사업부문)</li> </ul>
생고뱅이소바코 리아(주)	그라스울 제조	521.2	617.7	754.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 기타 외감기업</li> <li>· 건축·산업용 그라스울 단열재 제조 기업</li> <li>· 프랑스의 생고뱅 그룹(Compagnie de Saint-Gobain)의 한국지사</li> <li>· 충청남도 당진의 국내 소재의 공장을 통해 연간 3만여 톤의 그라스울을 생산 중</li> <li>· K-IFRS 별도 기준</li> </ul>

자료: 각 사 사업보고서(2023.12.) 및 홈페이지 NICE디앤비 재구성



경쟁업체 중의 하나인 케이씨씨는 제품개발 및 연구를 위해 중앙연구소를 운영하고 있으며, 무기재료 연구, 건축자재 시스템 연구 및 무기재료와 유기재료를 결합한 복합재료 연구까지 정밀화학 전 분야를 연구하고 있다.

[표 5] 주요 기업 기술동향

회사명	연구과제	연구기간	내용
케이씨씨	그라스울 재활용원료 개량배합으로 친환경제품 개발	2022.11.~2023.10.	· 재생원료 외 신규 재활용이 가능한 원료를 탐색하고 원재료 배합을 개량
	공동주택 세대간벽 피난벽체 개발	2023.03.~2023.10.	· 내화 2시간 성능을 갖고, 차음 2등급 수준의 소음차단이 가능한 석고보드 건식 벽체 시스템 개발
	신규 무기내화재료 적용 방화석고보드 기술 개발	2021.07.~2023.07.	· 무기내화재료 등을 첨가한 방화석고보드 개발
	그라스울을 이용한 층간소음 차단용 천장 및 벽체 마감공법 연구	2021.09.~2023.06.	· 천장과 벽체를 통해 전달되는 층간소음을 저감하기 위한 공법 · 신규 주택 뿐만 아니라 기존 주택의 보수작업에도 적용 가능한 공법

자료: 케이씨씨 사업보고서(2023.12.) 및 홈페이지, NICE디앤비 재구성

### III. 기술분석

#### 건축 자재 부문 국내 높은 브랜드 인지도를 보유하고 시장 선도

동사는 건축자재의 제조 및 유통업을 주력 사업으로 영위하고 있다. 동사는 국내 유수의 건축자재 전문기업으로 특히, 그라스울, 미네랄울 등 무기 단열재 제조에 있어 국내 시장을 선도하고 있으며, 벽산 그라스울, '벽산 아이소핑크' 등의 건축 자재 분야 높은 브랜드 인지도를 보유하고 있다.

#### ■ 기술 개요 및 주요 제품

동사는 단열재, 천장재, 내·외장재, 바닥재 등의 건축자재 제조 및 유통업을 주력으로 영위하고 있으며, 주요 종속회사(벽산페인트(주), 하츠)를 통해 건축용, 공업용 등 도료의 외주제조 및 판매, 레인지후드 및 주방용 빌트인기기 등을 생산, 판매하고 있다. 그 외 폐기물 재활용, 건설자재 임대 및 전자재 유통, 인공지능 알고리즘 개발 등도 수행하고 있다.

동사의 주요 제품군은 단열재 제품으로 동사는 무기계 단열재(그라스울, 미네랄울 등)를 주력 제품으로 보유하고 있고, 유기계 단열재(압출발포 폴리스티렌 등)도 생산하고 있다.

동사의 주요 제품 브랜드로는 '벽산 그라스울(워터프리)', '벽산 미네랄울', '벽산 아이소핑크' 등이 있으며, 미네랄울 불연 흡음천장재(벽산 시스템), 불연 차음 건축내장재(벽산 석고보드), 친환경 무석면 압출성형 시멘트 패널(벽산 베이스패널) 등 건축자재 관련 종합적인 브랜드를 보유하고 있다.

[표 6] 동사의 주요 사업 현황

사업 부문	대상 회사	주요 매출 품목	주요 사업 내용
건재부문	벽산	단열재, 내장재, 외장재 등	· 건축자재의 제조 및 판매가 주력 사업 · 주요 제품으로 무기 단열재(그라스울 등)를 보유하고 있으며, 에너지 절감효과와 불연성능이 뛰어남
도료부문	벽산페인트(주)	건축용, 공업용, 선박용 등의 도료	· 건축용, 공업용 등으로 사용되는 도료의 외주제조 및 판매가 주력 사업 · 다양한 종류의 친환경 도료를 생산하고 있으며, 전국의 유통망을 보유하고 있음
주방기기 및 환기 부문	하츠	주방 배기용 레인지후드, 가스/전기 쿡탑, 주택환기시스템 등	· 주방용 레인지 후드, 주방용 빌트인기기, 세대환기용 열교환기 등을 생산 · 국내 레인지후드 시장의 선두기업으로 전국 주요 거점도시에 영업소를 보유
인공지능 알고리즘 개발 부문	(주)아이버티	알고리즘 개발/공급	· 인공지능 알고리즘의 개발 및 공급에 대한 판매, 라이선싱, 로열티 등의 서비스를 목적으로 설립
폐기물 재활용 부문	(주)다솔유알	폐건축자재(석고)	· 건설현장에서 배출되는 폐석고보드를 수집, 운반하여 재활용이 가능한 상태로 분쇄 후 수요처로 공급
가설자재 부문	(주)인희	층간소음저감재, 가설자재 임대	· 층간소음저감재 납품 및 시공, 가설자재 임대를 주력으로 수행 중
해외 부동산 개발 부문	INHEE(VIETNAM) Co.,Ltd	부동산 개발	· 주택, 사회기반시설 투자 및 임대를 목적으로 베트남 호치민에 소재하고 있음

자료: 동사 사업보고서(2023.12.) 및 홈페이지, NICE디앤비 재구성

동사의 주요 제품군인 단열재를 포함하는 건축자재는 화학 및 광물 등 원재료의 종류와 특성 등에 따라 다양하게 분류되는데 일반적으로 제조에 사용되는 원료의 탄화수소 성분의 함유 여부에 따라 크게 무기 재료와 유기 재료로 구분된다.

무기 재료는 유리, 광물, 금속, 탄소 등으로 나눌 수 있으며, 일반적으로 화학적 성분이 없어 유해물질 배출이 적고 열에 강하며 접합부 시공성이 우수하고 흡습성이 큰 특징이 있다. 무기재료 종류로는 그라스울, 미네랄울, 세라믹섬유, 실리카, 펄라이트(Pearlite), 석고 등이 있다. 과거에는 자연상으로 생성된 섬유 형태를 갖는 광물질인 석면이 저렴하고 가벼우며 전열성과 내화성, 단열성이 뛰어난 특징으로 건축자재로 슬레이트 지붕, 패널 등으로 많은 건물에 적용되었으나 가는 섬유상으로 찢어져 폐에 침투되기 쉬우며, 섬유의 말단 부분이 갈고리 형태로 체내에 박힐 경우 잘 빠지지 않는 특성으로 1군 발암물질로 지정되어 현재는 사용이 금지되었다. 그에 비해 대표적인 무기 재료인 그라스울은 절단되어도 굵기가 변하지 않으며, 인체에 흡수되지 않고, 화재에 강해 불연, 단열, 보온, 보냉, 흡음을 요구하는 아파트, 주택, 상업용 건물, 공장 등에 널리 사용되고 있다.

유기 재료는 유기질계의 석유화학제품을 주원료로 하여 제조되는 제품으로 단열 등의 성능이 우수하고 무기 재료에 비해 가격이 저렴한 장점이 있으며, 대표적으로는 발포 폴리스티렌, 발포 폴리우레탄, 압출발포 폴리스티렌, 폴리에틸렌 등이 있다. 하지만 유기질 원료에 의해 제조되는 태생적 한계로 인하여 가연성 또는 유독가스 배출이 문제되어 준불연성 소재 외의 유기 재료 기반의 제품에 대해서는 더 이상 사용할 수 없도록 관련 법규 등이 개정되고 있다.

### ■ 동사의 주요 제품 - 무기계 단열재

#### ▶ 그라스울(Glass Wool)

그라스울은 불연성이 뛰어난 유리원료를 고온에서 용융한 후 고속회전력을 이용하여 섬유화한 뒤 바인더를 사용하여 일정한 형태로 성형한 무기질 인조광물 섬유 단열재로, 폐유리를 원재료로 주로 사용하고 있다. 그라스울은 유연하면서도 부드러운 섬유가 섬세하게 집면되어 있어 단열 및 흡음 성능이 뛰어나고, 시간의 경과에 따른 변형이 없어 반영구적으로 적용이 가능한 특징이 있다.

동사의 ‘벽산 그라스울’은 산업용, 조선용, 건축용, 패널용 등으로 사용되는 무기 단열재로 샌드위치 패널의 심재로 적용되는 보온·단열·보냉·흡음 전문 제품이다.

#### ▶ 미네랄울(Mineral Wool)

미네랄울은 현무암, 안산암 등 내열성이 높은 규산칼슘계 광석을 용융하여 섬유화한 무기질 단열재로, 암면(岩綿)이라고도 하며, 뒤틀림이나 길이 변화에 영향을 받지 않고, 사용온도 범위가 최대 650℃의 불연재료 화재에 강한 특징이 있다. 미네랄울은 현무암, 안산암 등 내열성이 높은 규산칼슘계 광석을 전기로나 용해로에서 1,500℃ ~ 1,700℃의 고열로 용융함. 이어 고속기류 및 고속스피너(Spinner)를 통해 섬유화하여 제작된다.

동사의 ‘벽산 미네랄울’은 보온·단열성, 흡음성, 시공성, 내습·내후성 등이 뛰어난 제품이며, 단열재 뿐만 아니라 공조시설, 위생설비, 흡음천장재 등으로도 사용되고 있다.

## ■ 동사의 주요 제품 - 유기계 단열재

### ▶ 압출발포 폴리스티렌(Extruded Polystyrene, XPS)

압출법 보온판/압출폴리스티렌 등으로 불리지만 동사에서 출시한 해당 제품의 상품명인 ‘아이소핑크’로 대부분 불리고 있는 유기계 단열재이다. 폴리스티렌 원료를 녹여 연속으로 압축/발포시켜 만든 제품으로 단열성이 우수하고, 칼 등으로 원하는 대로 자르고 접착제 또는 못으로 부착/고정하기 쉬운 특징이 있다.

동사의 제품인 ‘벽산 아이소핑크’는 UC Industry(미국)의 세계 특허기술로 1980년 동사에서 국내 최초로 도입한 Hydrovac™ Process 공법으로 제조된 제품으로 뛰어난 방수성, 방습성 및 자기소화성을 가진 제품이다.

[그림 4] 동사의 주요 제품



자료: 동사 제공 자료, NICE디앤비 재구성

## ■ 동사의 주요 경쟁력

건축자재 산업은 전방 수요산업인 건설경기에 민감하게 반응하는 산업으로, 계절적 요소나 산업 전반의 경기동향 등 거시경제 지표의 영향을 많이 받으나, 동사는 무기 단열재 시장에서 공급자 경쟁력을 갖춘 기업이다.

건축자재 산업의 경우 대규모 자본 및 설비를 필요로 하는 자본집약형 장치산업으로 비교적 진입장벽이 높은 시장이다. 특히, 동사의 주력 제품이 속하는 무기 단열재의 경우에는 유기 단열재에 비해 같은 밀도에서는 성능이 낮아 유기 단열재와 비슷한 성능을 가지기 위해 더 많은 투자가 필요하다. 동사는 국내 최초로 회전식 공법을 통한 그라스울 제품을 생산하여 시장을 선도하고 있으며, 2021년부터 추가로 약 1,100억을 투자하여 2023년 홍성공장의 그라스울 1, 2호기를 완공하고 생산을 시작하였으며, 동사의 그라스울 연간 생산능력은 약 13만 톤에 이른다. 그라스울은 동사와 케이씨씨, 생고뱅이소바코리아(주) 3개사가 국내 시장의 제품을 대부분 공급하고 있어, 신규 기업이 새롭게 진출할 가능성도 낮다.

현재, 전방산업인 건설업이 심각한 불황을 겪고 있으나, 정부에서는 화재 안전 관련 기준을 계속해서 강화하고 있어, 동사의 주요 제품인 그라스울과 미네랄울 등 무기 단열재에 대한 수요는 지속적으로 발생할 것으로 예상되며, 그에 따라 시장을 선점한 동사의 경쟁력은 앞으로도 꾸준할 것으로 보인다.



## ■ 도료 사업과 주방기기를 제조하고 유통하는 종속회사 보유

동사는 건설자재 부문 외 도료 사업을 영위하는 벽산페인트(주)와 주방기기 및 환기 부문의 하츠를 주요 종속회사로 보유하고 있다. 벽산페인트(주)는 1994년 12월 분사되어 신설법인으로 설립되었으며 건축용, 공업용, 선박용 등으로 사용되는 도료(페인트)를 제조하고 유통하고 있으며, 친환경 토탈솔루션인 휴나(Huna)시리즈를 주요 제품 브랜드로 보유하고 있다. 벽산페인트(주)는 부산공장을 통해 2021년까지 자체 생산으로 제품을 생산하였으나, 2022년 부터는 직접 생산하는 모든 제품을 외부에 위탁생산하고 판매하는 방식으로 전환하여 사업을 수행하고 있다.

싱크대 상단에 설치되어 가스, 전기레인지를 사용할 때 발생하는 열기나 냄새를 흡입, 주방을 환기하는데 사용하는 제품인 레인지후드 및 주방용 빌트인기기 등을 주력으로 생산하는 하츠는 레인지후드 부문 국내 선두기업으로 높은 브랜드 파워와 인지도를 보유하고 있다. 그 외 가스레인지, 인덕션 등 주방용 빌트인기기외 세대 환기용 열교환기도 제조하고 있으며, 최근 토탈 홈인테리어 기업으로의 도약을 목표로 욕실 관련 부문으로도 사업을 확장하고 있다.

## ■ 동사의 연구개발 역량

동사는 건재부문(벽산)의 기업부설연구소와 주방기기 및 환기 부문(하츠)의 연구개발전담부서를 통해 친환경 건축자재 생산 및 내화 단열시스템 등에 대한 연구개발활동을 수행하고 있다.

동사의 주요 사업인 건재부문의 기술연구소는 연구관리팀, 대외협력기술팀, 선행연구팀, 복합제품연구팀으로 구성되어 있으며, 고부가가치 핵심 기술 개발 및 환경친화적 시스템 구축을 통해 다양한 고객의 요구를 충족시키고 지속가능한 성장의 발판을 마련하는 것이 목표로 그라스울, 미네랄울 등의 제품 성능 검증 및 개선, 무기재료 및 유기재료 등 원료 소재 연구, 국책과제 및 자체 연구개발과제를 수행하고 있다. 또한, 당사 제품의 경쟁력을 높이기 위한 연구개발에 지속적으로 투자하여 기존 제품의 경쟁력 및 신제품 개발을 위한 연구 역량을 강화시키고 있다.

주방기기 및 환기 부문에서는 초고층 공동주택의 증가 등 주택 건축방식의 변경에 부합하는 성능의 레인지후드, 실내공기질의 개선을 위하여 건설기술연구원, 한국실내환경학회 등과 함께 전열교환기 및 기타 환기시스템 등의 연구개발을 꾸준히 수행하고 있으며, 전문 실험실인 AQM(Air Quality Management) Lab을 공장 내 구축하여 다양한 조건에서 발생하는 실내오염원을 분석하고 장비 개발을 수행하고 있다.

[표 7] 동사의 연구개발비용

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)

항목		2021	2022	2023
건재부문	연구개발비용	5.0	13.9	20.4
	연구개발비 / 매출액 비율	0.2	0.4	0.5
주방기기 및 환기 부문	연구개발비용	11.5	15.0	9.5
	연구개발비 / 매출액 비율	0.8	1.0	0.6

자료: 동사 사업보고서(2023.12.), NICE디앤비 재구성

## IV. 재무분석

### 매출 성장세 지속, 수익성 또한 개선 추이

건축, 선박 등 다양한 분야에 널리 사용되는 그라스올, 미네랄을 등의 무기 단열재를 주력 제품으로 생산하는 동사는 고품질의 불연, 단열제품 시장의 수요 확대 등으로 최근 매출 성장세를 이어가고 있으며, 생산량 증가로 인한 원가 하락 등으로 수익성도 개선 추이를 나타내고 있다.

#### ■ 무기 단열재 수요 증가 등으로 매출 성장세 지속

건축자재 산업은 건설 및 부동산 경기와 밀접한 관계를 가지고 있지만, 건축물에 대한 내화구조의 성능 기준이 강화되는 등 건축법 규제 강화와 친환경 요구 증대로 에너지 절감 및 친환경 자재인 무기 단열재에 대한 수요는 지속적으로 증가하고 있다.

동사는 건축, 선박 등 다양한 분야에 널리 사용되는 그라스올, 미네랄을 등의 무기 단열재를 주력 제품으로 생산하고 있으며 위와 같은 무기 단열재에 대한 수요 증가로 2021년 전년 대비 7.3% 증가한 4,714.3억 원의 매출을 기록하였고, 2022년, 2023년 또한 고유가 및 고금리, 부동산 PF부실로 인한 자금경색 등으로 인한 업계의 불확실성 지속에도 불구하고, 대형 물류창고 화재 등으로 인한 고품질의 불연, 단열제품 시장의 수요 확대 등으로 각각 전년 대비 10.3% 증가한 5,198.9억 원, 19.4% 증가한 6,207.2억 원을 기록하며 최근 양호한 매출 증가 추이를 나타내었다.

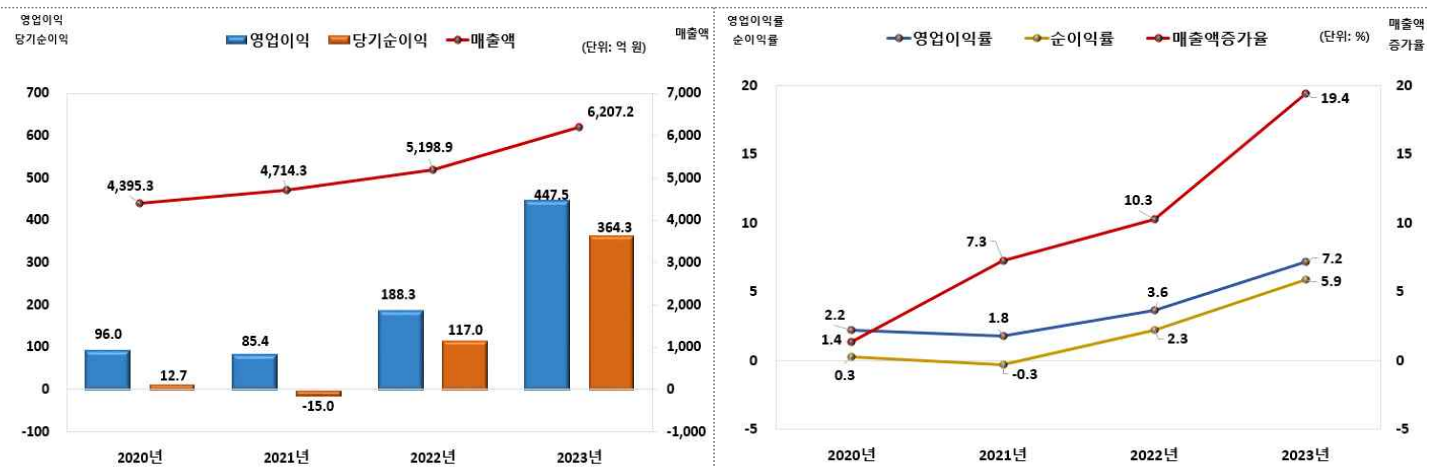
#### ■ 수익성 개선 추이 지속

동사는 2021년 대규모 투자에 대한 고정비 및 감가상각비 등의 원가 상승 요인에도 불구하고 주요 제품인 무기 단열재의 수요 확대로 인한 매출 증가와 생산량 증가로 인한 원가 하락 등에 따라 전년과 비슷한 1.8%의 영업이익률, 85.4억 원의 영업이익을 기록하였다.

2022년에는 무기 단열재의 수요 확대로 인한 매출 증가와 원가구조 개선, 2023년은 전략적 투자가 완료된 설비에서의 가동으로 인한 매출 증가로 영업수익성이 개선되어 각각 3.6%, 7.2%의 영업이익률을 기록하며 수익성도 개선 추세를 나타내었다.

[그림 5] 동사 손익계산서 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



자료: 동사 사업보고서(2023.12.), NICE디앤비 재구성

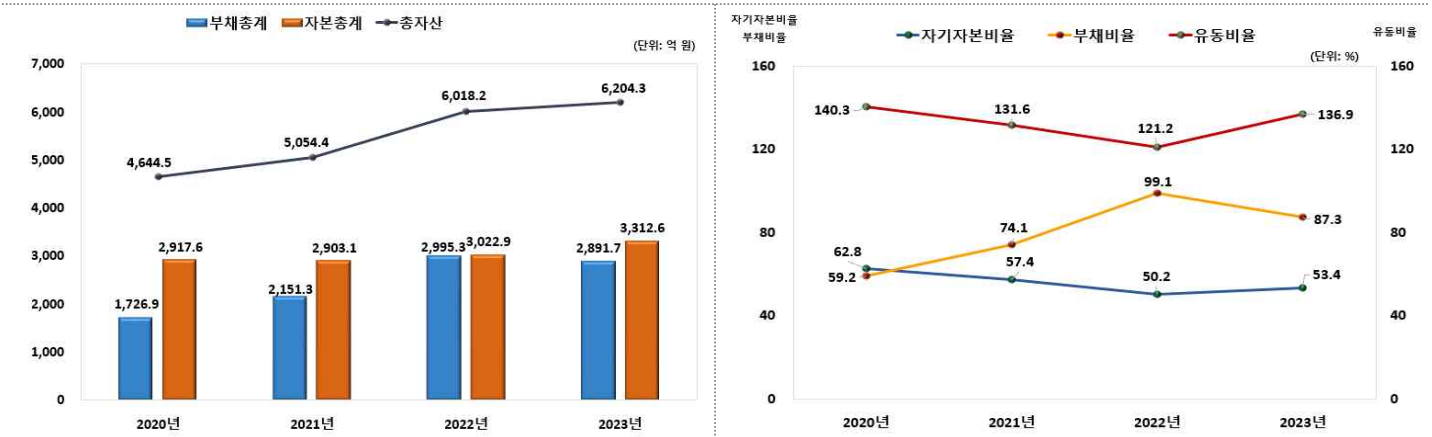
## ■ 안정적인 재무구조 유지

동사는 2021년 74.1%의 낮은 부채비율을 기록한 이후, 홍성공장 그라스울 생산설비의 증설에 따른 투자 확대로 차입금 등이 증가하여 2022년은 전년 대비 상승한 99.1%의 부채비율을 기록하였으나, 2023년에는 순이익의 내부유보에 따른 자기자본 확충 및 매입채무, 단기차입금 등의 감소로 인한 총부채 규모 축소로 87.3%의 부채비율을 기록하는 등 다소 등락은 있지만 안정적인 재무안정성 지표를 지속하였다.

유동비율은 2021년 131.6%를 기록한 이후, 2022년은 단기차입금의 증가 등으로 121.2%로 다소 하락하였으나, 2023년에는 136.9%로 전년 대비 개선되었으며 100%를 상회하는 양호한 수준을 유지하였다.

[그림 6] 동사 재무상태표 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



자료: 동사 사업보고서(2023.12.), NICE디앤비 재무성

[표 8] 동사 요약 재무제표

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)

항목	2020년	2021년	2022년	2023년
매출액	4,395.3	4,714.3	5,198.9	6,207.2
매출액증가율(%)	1.4	7.3	10.3	19.4
영업이익	96.0	85.4	188.3	447.5
영업이익률(%)	2.2	1.8	3.6	7.2
순이익	12.7	-15.0	117.0	364.3
순이익률(%)	0.3	-0.3	2.3	5.9
부채총계	1,726.9	2,151.3	2,995.3	2,891.7
자본총계	2,917.6	2,903.1	3,022.9	3,312.6
총자산	4,644.5	5,054.4	6,018.2	6,204.3
유동비율(%)	140.3	131.6	121.2	136.9
부채비율(%)	59.2	74.1	99.1	87.3
자기자본비율(%)	62.8	57.4	50.2	53.4
영업현금흐름	233.6	74.1	336.3	278.8
투자현금흐름	-225.3	-824.5	-146.3	-699.0
재무현금흐름	8.8	290.0	496.7	-150.6
기말 현금	667.9	207.6	893.5	322.5

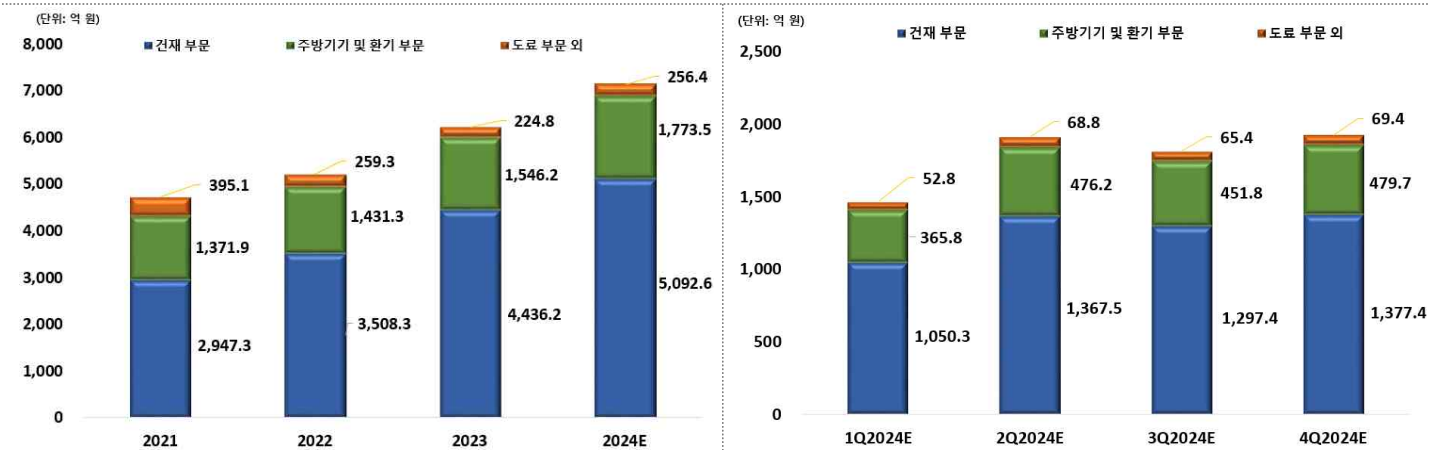
자료: 동사 사업보고서(2023.12.)

## ■ 동사 실적 전망

동사는 건축물 내·외부에 사용되는 마감재 등에 준불연 이상의 성능 자재만을 쓸 수 있도록 한 건축법 개정안의 직접적인 수혜를 받아 건재 부문의 매출이 급증했으며, 이러한 추세는 2024년에도 지속될 것으로 예상된다. 다만, 금리 인상, 원자재 가격 인상 등으로 전반적인 건설 경기가 어려운 점은 동사의 매출 성장세를 가로막을 수 있는 요인이 될 수 있을 것으로 예상된다.

[그림 7] 동사의 사업부문별 실적 및 전망

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



자료: 동사 사업보고서(2023.12.), NICE디앤비 재구성

[표 9] 동사의 사업 부문별 연간 실적 및 분기별 전망

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)

항목	2021	2022	2023	2024E	1Q2024E	2Q2024E	3Q2024E	4Q2024E
매출액	4,714.3	5,198.9	6,207.2	7,122.5	1,468.9	1,912.5	1,814.6	1,926.5
건재 부문	2,947.3	3,508.3	4,436.2	5,092.6	1,050.3	1,367.5	1,297.4	1,377.4
주방기기 및 환기 부문	1,371.9	1,431.3	1,546.2	1,773.5	365.8	476.2	451.8	479.7
도료 부문 외	395.1	259.3	224.8	256.4	52.8	68.8	65.4	69.4

자료: 동사 사업보고서(2023.12.), NICE디앤비 재구성



## V. 주요 변동사항 및 향후 전망

### 무기 소재 건축자재 시장의 선도기업으로 성장 예상

동사의 주요 제품인 건축자재 시장은 건축법 개정안 등으로 인해 무기 소재의 시장에서 무기 소재의 시장으로 전환되고 있다. 동사는 연간 약 13만 톤의 그라스울 생산능력을 갖춘 국내 굴지의 기업으로 변화하는 시장을 이끌어 가고 있다.

#### ■ 연간 약 13만 톤의 그라스울 생산능력을 기반으로 변화하는 시장을 선도

2010년대 이후 가연성 및 불량 단열재로 인한 대형화재의 피해가 늘어나며 건축물 내외부에 사용되는 마감재 등에 준불연 이상의 성능자재만을 쓸 수 있도록 한 건축법 개정안 등 건축자재에 대한 규제가 본격적으로 강화되어 실시되고 있다.

유럽 등 선진국에서의 그라스울을 포함하는 무기 단열재의 비중은 약 60~70%인 것에 비해 국내에서는 무기 단열재의 비중이 약 70%로 무기 단열재의 시장 성장 여력이 높다. 그에 비해 국내에서 생산하는 기업은 동사와 케이씨씨, 생고뱅이소바코리아(주)로 소수에 불과하고, 생산라인 구축을 위해서는 대규모의 투자가 필요하여 신규 기업들이 투입되기 어려운 상황으로 동사에게는 긍정적인 환경이며, 이와 함께 LNG선 수주 호황으로 조선용 보냉재료의 물량이 늘어나고 있는 것도 동사에게는 추가적인 매출 확대를 기대할 수 있는 요인이다.

동사는 익산공장, 홍성공장 등을 통해 제품을 제조하고 있으며, 2023년 4월에는 홍성공장의 그라스울 1호기(3만 톤 규모), 2023년 10월에는 그라스울 2호기(3만톤 규모)까지 증설을 완료하여 약 13만 톤의 그라스울의 생산능력을 갖췄다. 2023년 기준 동사의 단열재 부문 평균 가동률은 91.4%로 제조업 평균가동률인 71.85%를 웃돌고, 재고자산회전율도 15.42회로 긍정적인 수치를 보이고 있다.

또한, 동사는 기업부설연구소를 통해 건축자재 시장을 선도하기 위한 연구개발을 꾸준히 수행하고 있으며, 건축용 조립식패널의 결합부에 보강부를 구성하여 물리적인 힘 또는 열에너지 등 외부요인에 의한 변형이나 비틀림을 줄일 수 있는 '샌드위치패널 제조 방법(10-2077138)', 유리 섬유를 결속하는데 사용하는 수성 결합제(바인더)에 보강재와 가교제를 추가하여 기존보다 압축 강도를 향상시킨 '불연 성능 및 압축 강도가 향상된 유리 섬유용 하이브리드 수성 결합제(10-2594833)' 등 다수의 특허권에 기인한 상용화 실적을 보유하고 있으며, 시장을 선도하고 있다.

동사는 반세기 이상 국내 건축자재 분야에서 대내외적으로 입증된 기술력을 바탕으로 무기 단열재 시장을 선도하고 있으며, 기구축된 생산시설과 꾸준한 투자, 연구개발을 통한 시장 선도적 지위를 지켜나갈 수 있을 것으로 기대된다.

증권사 투자의견

작성기관	투자의견	목표주가	작성일
DS투자증권	매수(유지) 2021년 건축법 개정에 따른 수요 증가와 단기 공급부족으로 수혜를 받음. 특히, 그라스울은 두 자릿수의 영업이익률로 매출액 증가와 함께 전사 이익 확대에도 영향을 미침.	4,500	2024.03.11.

시장정보(주가 및 거래량)



자료: 네이버증권(2024.04.12.)

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정여부

시장경보제도란?  
한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다.  
시장경보제도는 「투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목」의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.  
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의7

기업명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
벽산	X	X	X