

벽산 007210

2023년 영업이익 507억원, PER은 5배

3분기 영업이익 전년 동기 대비 209% 증가한 141억원 시현

3분기 실적은 매출액 1,581억원(+21.1% YoY)과 영업이익 141억원(+208.9% YoY)을 달성했다. 실적의 핵심인 전자재 매출액이 전년 대비 26.7% 늘어난 1,136억원을 기록했으며 글라스울과 미네랄을 판매 호조로 무기단열재 매출액이 전년 동기 대비 73% 증가했다. 유기단열재와 천장재 및 내장재 등은 건설경기 악화 영향으로 매출액이 감소했다. 영업이익은 수익성이 좋은 무기단열재 매출액 확대로 대폭 늘어났으며 영업이익률도 전년 동기 대비 5.4%p 향상된 8.9%를 시현했다.

4분기 매출액 1,694억원과 영업이익 146억원 전망

4분기는 글라스울 홍성 2공장 가동 효과로 분기 최고 매출액을 달성할 전망이다. 4분기 무기단열재 매출액은 649억원으로 예상하며 전자재 매출액도 전년 동기 대비 34% 증가한 1,236억원으로 추정한다. 현재 글라스울은 높은 판매단가 수준이 유지되고 있으며 건설경기가 안 좋음에도 무기단열재 사용 의무화에 따라 견조한 판매흐름이 이어지고 있다. 국내 경쟁사의 글라스울 신규공장 가동으로 상반기 대비 전체 공급량은 증가했으나 아직 초과수요 상황으로 90% 이상의 가동률이 예상된다. 이에 따라 4분기 전체 실적은 매출액 1,694억원(+24.5% YoY)과 영업이익 146억원(+793.5% YoY)으로 추정한다.

투자의견 매수, 목표주가 4,500원으로 하향

벽산에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 최근 주가 하락에 따른 괴리율을 고려해 4,500원으로 하향한다. 목표주가는 2023년 예상 EPS에 Target PER 8배를 적용했다. 2023년 실적은 매출액 6,222억원(+19.7% YoY)과 영업이익 507억원(+169.0% YoY)으로 역대 최고 실적이 예상된다. 글라스울과 미네랄이 전사 실적 성장을 견인하고 있으며 2024년에도 성장이 예상된다. 글라스울은 높은 투자비용(1,000억원 이상 소요)으로 신규기업 진입이 어렵고 건축법 개정으로 까다로워진 시험방법으로 진입장벽도 높다. 현재 주가는 올해 예상 실적 기준 PER 5배이며 피크아웃을 논하기엔 이르다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	440	471	520	622	722
영업이익	10	9	19	51	61
영업이익률(%)	2.2	1.8	3.6	8.1	8.5
세전이익	3	3	16	52	63
지배주주지분순이익	-2	-5	10	38	49
EPS(원)	-23	-66	145	556	709
증감률(%)	적지	적지	흑전	283.6	27.5
ROE(%)	-0.7	-2.0	4.2	14.7	16.1
PER(배)	-111.1	-59.1	13.9	5.1	4.0
PBR(배)	0.7	1.2	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	7.0	16.4	6.1	4.0	3.8

자료: 벽산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

2023.11.22

매수(유지)

목표주가(하향)	4,500원
현재주가(11/21)	2,840원
상승여력	58.5%

Stock Data

KOSPI	2,510.4pt
시가총액(보통주)	195십억원
발행주식수	68,560천주
액면가	500원
자본금	34십억원
60일 평균거래량	1,731천주
60일 평균거래대금	6,134백만원
외국인 지분율	7.6%
52주 최고가	4,260원
52주 최저가	1,900원
주요주주	
벽산엘티씨엔터프라이즈(외 13인)	26.9%
자사주(외 1인)	17.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-16.3	-22.0
3M	12.7	12.6
6M	30.9	32.0

주가차트

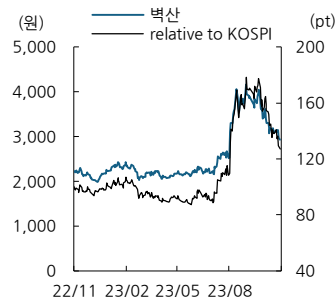


표1 벽산 3분기 실적 리뷰

(십억원)	3Q23	3Q22	2Q23	%YoY	%QoQ
매출액	158.1	130.6	166.7	21.1%	-5.1%
영업이익	14.1	4.6	16.8	208.9%	-16.3%
지배주주순이익	9.0	1.2	14.0	651.8%	-35.7%
영업이익률	8.9%	3.5%	10.1%	5.4%p	-1.2%p
순이익률	5.7%	0.9%	8.4%	4.8%p	-2.7%p

자료: 벽산, DS투자증권 리서치센터

표2 벽산 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2021	2022	2023F
매출액	119.3	133.9	130.6	136.1	128.0	166.7	158.1	169.4	471.4	519.9	622.2
YoY	12.8%	10.7%	11.7%	6.5%	7.3%	24.5%	21.1%	24.5%	7.3%	10.3%	19.7%
건재	80.6	88.3	89.7	92.2	93.6	119.7	113.6	123.6	294.7	350.8	450.4
도로	11.7	13.2	9.9	9.7	8.7	12.1	11.5	11.8	54.6	44.4	44.1
주방기기	31.0	36.6	35.1	40.4	29.7	40.2	38.6	39.4	137.2	143.1	147.8
기타	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2	1.5	1.4	1.5	0.7	1.5	5.6
영업이익	5.1	7.5	4.6	1.6	5.2	16.8	14.1	14.6	8.5	18.8	50.7
영업이익률	4.3%	5.6%	3.5%	1.2%	4.0%	10.1%	8.9%	8.6%	1.8%	3.6%	8.1%
지배주주 순이익	2.4	4.1	1.2	2.3	5.2	14.0	9.0	9.9	-4.5	9.9	38.1
순이익률	2.0%	3.0%	0.9%	1.7%	4.0%	8.4%	5.7%	5.9%	-1.0%	1.9%	6.1%

자료: 벽산, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 연결조정 포함

표3 벽산 목표주가 산출 테이블

구분	내용	비고
2023년 지배주주순이익(십억원)	38.1	
주식 수(천주)	68,560	
2023년 EPS(원)	556	
Target PER(배)	8.0	경쟁사 2023년 PER 대비 65%할인
목표주가(원)	4,500	
현재주가(원)	2,840	
상승여력(%)	58.5	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[벽산 007210]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	206	208	250	239	246	매출액	440	471	520	622	722
현금 및 현금성자산	67	21	89	70	41	매출원가	367	395	426	487	566
매출채권 및 기타채권	88	92	102	105	135	매출총이익	73	77	94	136	156
재고자산	27	34	39	43	50	판매비 및 관리비	63	68	75	85	95
기타	24	61	20	20	20	영업이익	10	9	19	51	61
비유동자산	258	298	352	409	472	(EBITDA)	23	22	35	73	87
관계기업투자등	8	10	13	15	18	금융손익	-1	-1	-3	-2	-2
유형자산	234	233	281	335	386	이자비용	2	2	4	4	4
무형자산	6	7	6	7	7	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	464	505	602	648	717	기타영업외손익	-6	-5	0	4	4
유동부채	147	158	206	214	234	세전계속사업이익	3	3	16	52	63
매입채무 및 기타채무	76	82	108	114	132	계속사업법인세비용	1	4	4	11	12
단기금융부채	68	72	89	91	93	계속사업이익	1	-1	12	41	51
기타유동부채	2	3	9	9	9	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	26	57	93	95	97	당기순이익	1	-1	12	41	51
장기금융부채	14	45	82	83	85	지배주주	-2	-5	10	38	49
기타비유동부채	12	12	12	12	12	총포괄이익	1	-1	12	41	51
부채총계	173	215	300	309	331	매출총이익률 (%)	16.5	16.3	18.0	21.8	21.6
지배주주지분	230	229	241	278	325	영업이익률 (%)	2.2	1.8	3.6	8.1	8.5
자본금	34	34	34	34	34	EBITDA마진률 (%)	5.3	4.7	6.7	11.7	12.0
자본잉여금	43	45	45	45	45	당기순이익률 (%)	0.3	-0.3	2.3	6.6	7.0
이익잉여금	179	175	187	224	271	ROA (%)	-0.3	-0.9	1.8	6.1	7.1
비지배주주지분(연결)	61	61	61	61	61	ROE (%)	-0.7	-2.0	4.2	14.7	16.1
자본총계	292	290	302	339	386	ROIC (%)	1.7	-1.4	3.8	10.1	10.7

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	23	7	34	60	50	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	1	-1	12	41	51	P/E	-111.1	-59.1	13.9	5.1	4.0
비현금수익비용가감	27	29	28	21	17	P/B	0.7	1.2	0.6	0.7	0.6
유형자산감가상각비	13	13	16	22	25	P/S	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
무형자산상각비	0	0	1	1	1	EV/EBITDA	7.0	16.4	6.1	4.0	3.8
기타현금수익비용	13	16	12	-1	-8	P/CF	6.1	9.7	3.5	3.1	2.9
영업활동 자산부채변동	-3	-16	3	-2	-18	배당수익률 (%)	0.3	0.3	1.2	0.9	0.9
매출채권 감소(증가)	-3	-11	-7	-3	-29	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	2	-9	-5	-5	-7	매출액	1.4	7.3	10.3	19.7	16.0
매입채무 증가(감소)	4	9	22	6	18	영업이익	흑전	-11.0	120.3	169.0	21.1
기타자산 부채변동	-5	-5	-7	0	0	세전이익	흑전	12.3	438.5	235.8	20.6
투자활동 현금	-23	-82	-15	-79	-80	당기순이익	흑전	적전	흑전	249.5	24.0
유형자산처분(취득)	-14	-27	-70	-76	-76	EPS	적지	적지	흑전	283.6	27.5
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-9	-36	51	-3	-3	부채비율	59.2	74.1	99.1	91.1	85.8
기타투자활동	2	-20	5	0	0	유동비율	140.3	131.6	121.2	111.6	104.9
재무활동 현금	1	29	50	1	1	순차입금/자기자본(x)	-2.5	31.8	25.0	29.0	34.1
차입금의 증가(감소)	-1	30	52	2	2	영업이익/금융비용(x)	4.4	4.6	4.8	13.0	15.6
자본의 증가(감소)	2	-1	-1	-1	-1	총차입금 (십억원)	82	117	170	174	178
배당금의 지급	0	1	1	1	1	순차입금 (십억원)	-7	92	76	98	132
기타재무활동	0	0	-1	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1	-46	69	-19	-29	EPS	-23	-66	145	556	709
기초현금	65	67	21	89	70	BPS	3,361	3,347	3,516	4,051	4,740
기말현금	67	21	89	70	41	SPS	6,411	6,876	7,583	9,075	10,527
NOPLAT	5	-4	14	40	49	CFPS	412	403	575	906	994
FCF	3	-71	28	-20	-30	DPS	7	10	25	25	25

자료: 벽산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

벽산 (007210) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-09-04	담당자 변경				
2023-09-04	매수	5,700	-37.5	-27.1	
2023-09-11	매수	5,700	-38.0	-27.1	
2023-10-11	매수	5,700	-41.1	-29.1	
2023-11-22	매수	4,500			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업
매수	+10% 이상의 투자 수익이 예상되는 경우		비중 확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립
매도	-10% 이하의 주가 하락이 예상되는 경우		비중 축소

업종별 투자 의견은 해당 업종 투자 비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 현재 당사에서 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.