

벽산 007210

가장 힘든 시기를 보내는 중

1Q25 Review: 매출액과 영업이익 모두 감소

1분기 실적은 매출액 1,349억원(-10.8% YoY)과 영업이익 17억원(-64.1% YoY)을 시현했다. 지난해에 이어 건설 경기 침체가 심해지면서 동사의 실적도 부진했다. 실적의 바로미터인 물류센터는 건축 허가 후 미착공한 부지들이 늘어나고 있다. 2021년에는 377건의 개발 건 중 미착공 물량은 110건이었으나 2023년에는 개발 중인 357건의 물류센터 중 341건이 미착공 상태였다. 2024년 상반기에는 신규 개발 건수도 98건으로 급감했으며 착공에 들어간 물류센터는 단 3건에 불과했다. 이는 물류센터 투자가 활발하던 시기에 금리가 오르고 공사비가 급등하면서 수익성이 낮아졌기 때문이다.

글라스올 수요는 여전히 견조해

업황이 안 좋음에도 글라스올 수요는 좋은 것으로 보인다. 화재안전법 강화로 내화자재 제품에 대한 중요도가 올라가고 있기 때문이다. 2020년 단열재 시장의 80%를 차지했던 유기단열재 비중도 60% 수준으로 내려왔으며 무기단열재 비중이 40%까지 올라갔다. 2021년부터 정부에서 유기단열재에 대한 실물모형 시험 의무화, 준불연 이상 단열재 사용 등을 기반으로 한 건축법을 시행한 결과이다. 국내에서는 동사를 비롯해 소수 업체만이 글라스올 생산이 가능해 향후 건설 경기 개선 시 다시 한번 부각을 받을 수 있을 것으로 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 2,700원 유지

2025년 실적은 매출액 5,691억원(-11.5% YoY)과 영업이익 193억원(-25.1% YoY)으로 추정한다. 전방 시장 축소로 올해 동사의 외형과 이익 모두 축소될 것으로 보인다. 그럼에도 투자의견 매수와 목표주가를 유지하는 이유는 1) 무기단열재에 대한 독보적인 생산능력 확보, 2) 건설 경기가 올해를 저점으로 내년부터 반등할 것으로 예상되기 때문이다. 현재 정부는 건설 경기 조기 회복을 위해 SOC에 8,122억원을 투입한다. 건재, 도로, 시멘트, 레미콘 등 건설 업계 전반에 걸친 부진이 오래되고 있어 정부가 구원투수로 나서고 있는 것이다. 주가는 이를 반영해 많이 하락한 만큼 바닥권이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	471	520	621	643	569
영업이익	9	19	45	26	19
영업이익률(%)	1.8	3.6	7.2	4.0	3.4
세전이익	3	16	44	26	19
지배주주지분순이익	-5	10	33	16	15
EPS(원)	-66	145	486	240	216
증감률(%)	적지	흑전	235.1	-50.5	-9.9
ROE(%)	-2.0	4.2	13.1	5.9	5.1
PER(배)	-59.1	13.9	5.4	7.6	10.7
PBR(배)	1.2	0.6	0.7	0.4	0.5
EV/EBITDA(배)	16.4	6.1	4.6	4.5	5.2

자료: 벽산, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

김진형 연구원

02-709-2664

jh.kim@ds-sec.co.kr

2025.05.20

매수(유지)

목표주가(유지)	2,700원
현재주가(05/19)	2,325원
상승여력	16.1%

Stock Data

KOSPI	2,603.4pt
시가총액(보통주)	155십억원
발행주식수	66,860천주
액면가	500원
자본금	34십억원
60일 평균거래량	216천주
60일 평균거래대금	489백만원
외국인 지분율	3.4%
52주 최고가	2,545원
52주 최저가	1,712원
주요주주	
벽산엘티씨엔터프라이즈(외 17인)	28.3%
자사주(외 1인)	16.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-0.4	-5.3
3M	9.4	12.0
6M	21.4	16.1

주가차트

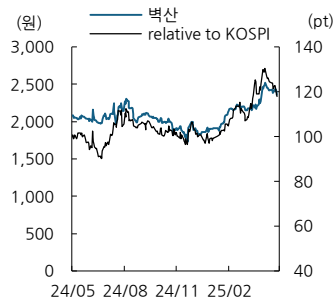


표1 벽산 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2023	2024	2025F
매출액	128.0	166.7	158.1	167.9	151.2	174.3	152.3	165.3	134.9	620.7	643.1	569.1
증가율	7.3%	24.5%	21.1%	23.4%	18.1%	4.6%	-3.7%	-1.5%	-10.8%	19.4%	3.6%	-11.5%
건재	93.6	119.7	113.6	116.8	106.2	119.5	104.9	111.1	93.6	443.6	441.6	393.9
도료	8.7	12.1	11.5	10.8	7.8	9.2	8.4	7.1	4.3	43.1	32.5	31.3
주방기기	29.7	40.2	38.6	46.2	40.9	49.9	43.6	52.1	40.9	154.6	186.5	154.5
폐기물 재활용	1.2	1.5	1.4	1.2	1.4	1.5	1.3	1.1	1.1	5.3	5.3	5.1
영업이익	5.2	16.8	14.1	8.7	4.8	15.1	8.5	-2.7	1.7	44.8	25.7	19.3
영업이익률	4.0%	10.1%	8.9%	5.2%	3.2%	8.7%	5.6%	-1.6%	1.3%	7.2%	4.0%	3.4%
지배주주 순이익	5.2	14.0	9.0	5.1	1.8	13.7	3.7	-2.9	-1.8	33.3	16.2	14.6
순이익률	4.0%	8.4%	5.7%	3.0%	1.2%	7.9%	2.4%	-1.8%	-1.4%	5.4%	2.5%	2.6%

자료: 벽산, DS투자증권 리서치센터

주: 총 매출액은 연결조정 포함

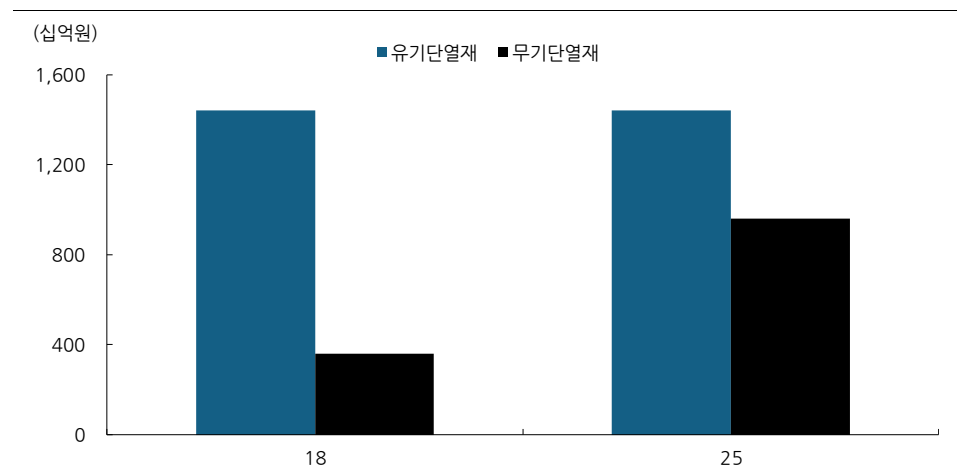
표2 국내 물류센터 개발 현황

(건)	21	22	23	24
건축허가	377	530	357	98
착공	86	94	14	3
완공	180	58	2	-
미착공	110	378	341	95

자료: 켄스타메이트, DS투자증권 리서치센터

주: 2024년은 상반기 기준

그림1 국내 유기단열재와 무기단열재 시장 규모



자료: 업계추정, DS투자증권 리서치센터

[벽산 007210]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024	2025F		2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	208	250	247	268	287	매출액	471	520	621	643	569
현금 및 현금성자산	21	89	32	23	40	매출원가	395	426	489	521	467
매출채권 및 기타채권	92	102	122	104	105	매출총이익	77	94	132	122	102
재고자산	34	39	42	44	45	판매비 및 관리비	68	75	87	97	83
기타	61	20	51	97	97	영업이익	9	19	45	26	19
비유동자산	298	352	373	372	371	(EBITDA)	22	35	66	53	49
관계기업투자등	10	13	16	17	15	금융손익	-1	-3	-6	-7	0
유형자산	233	281	300	285	286	이자비용	2	4	8	10	4
무형자산	7	6	6	6	6	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	505	602	620	640	658	기타영업외손익	-5	0	5	7	0
유동부채	158	206	181	180	183	세전계속사업이익	3	16	44	26	19
매입채무 및 기타채무	82	108	94	89	90	계속사업법인세비용	4	4	8	5	4
단기금융부채	72	89	72	83	85	계속사업이익	-1	12	36	21	15
기타유동부채	3	9	15	7	7	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	57	93	109	113	115	당기순이익	-1	12	36	21	15
장기금융부채	45	82	95	94	95	지배주주	-5	10	33	16	15
기타비유동부채	12	12	14	19	19	총포괄이익	-1	12	36	21	15
부채총계	215	300	289	293	297	매출총이익률 (%)	16.3	18.0	21.3	19.0	17.9
지배주주지분	229	241	267	279	292	영업이익률 (%)	1.8	3.6	7.2	4.0	3.4
자본금	34	34	34	34	34	EBITDA마진률 (%)	4.7	6.7	10.6	8.3	8.6
자본잉여금	45	45	45	46	46	당기순이익률 (%)	-0.3	2.3	5.9	3.2	2.6
이익잉여금	175	187	216	224	236	ROA (%)	-0.9	1.8	5.4	2.6	2.3
비지배주주지분(연결)	61	61	64	68	68	ROE (%)	-2.0	4.2	13.1	5.9	5.1
자본총계	290	302	331	348	360	ROIC (%)	-1.4	3.8	9.2	4.7	3.4

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024	2025F		2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동 현금흐름	7	34	28	55	46	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-1	12	36	21	15	P/E	-59.1	13.9	5.4	7.6	10.7
비현금수익비용가감	29	28	35	36	31	P/B	1.2	0.6	0.7	0.4	0.5
유형자산감가상각비	13	16	21	27	29	P/S	0.6	0.3	0.3	0.2	0.3
무형자산상각비	0	1	0	0	0	EV/EBITDA	16.4	6.1	4.6	4.5	5.2
기타현금수익비용	16	12	14	9	1	P/CF	9.7	3.5	2.5	2.2	3.4
영업활동 자산부채변동	-16	3	-34	13	0	배당수익률 (%)	0.3	1.2	2.3	2.0	1.6
매출채권 감소(증가)	-11	-7	-28	14	-1	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-9	-5	-3	-2	0	매출액	7.3	10.3	19.4	3.6	-11.5
매입채무 증가(감소)	9	21	-2	0	1	영업이익	-11.0	120.3	137.7	-42.5	-25.1
기타자산 부채변동	-5	-7	-1	2	0	세전이익	12.3	438.5	184.9	-42.0	-26.2
투자활동 현금	-82	-15	-70	-74	-29	당기순이익	적전	흑전	211.4	-43.6	-27.1
유형자산처분(취득)	-27	-70	-51	-19	-30	EPS	적지	흑전	235.1	-50.5	-9.9
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-36	51	-19	-37	2	부채비율	74.1	99.1	87.3	84.2	82.6
기타투자활동	-20	5	0	-18	0	유동비율	131.6	121.2	136.9	149.2	156.8
재무활동 현금	29	50	-15	10	0	순차입금/자기자본(x)	31.8	25.0	36.8	33.2	28.1
차입금의 증가(감소)	30	52	-10	13	2	영업이익/금융비용(x)	4.6	4.8	5.9	2.6	4.9
자본의 증가(감소)	-1	-1	-5	-3	-2	총차입금 (십억원)	117	170	167	177	181
배당금의 지급	1	1	2	4	2	순차입금 (십억원)	92	76	122	115	101
기타재무활동	0	-1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-46	69	-57	-10	17	EPS	-66	145	486	240	216
기초현금	67	21	89	32	23	BPS	3,347	3,516	3,896	4,137	4,322
기말현금	21	89	32	23	40	SPS	6,876	7,583	9,054	9,519	8,424
NOPLAT	-4	14	37	21	15	CFPS	403	575	1,040	840	682
FCF	-71	28	-32	-5	18	DPS	10	25	60	37	37

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	-37.7	-27.1	
2023-09-11	매수	5,700	-38.2	-27.1	
2023-10-11	매수	5,700	-41.4	-29.1	
2023-11-22	매수	4,500	-50.0	-34.0	
2024-03-11	매수	4,500	-54.1	-46.0	
2024-10-11	매수	2,700	-54.0	-43.9	
2025-05-20	매수	2,700			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자 수익이 예상되는 경우		비중 확대	업종별 투자 의견은 해당 업종 투자 비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가 하락이 예상되는 경우		비중 축소	

투자 의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

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 당사에게 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.