LG하우시스(108670)

매수(유지)

목표주가: 106,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(3/4)		2,013
주가(3/4)		79,500
시가총액(십억원)		713
발행주식수(백만)		9
52주 최고/최저가(원)		84,900/57,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)		1,890
유동주식비율/외국인지분율(%)		66.2/8.6
주요주주(%)	LG 외 1 인	33.6
	국민연금공단	9.3

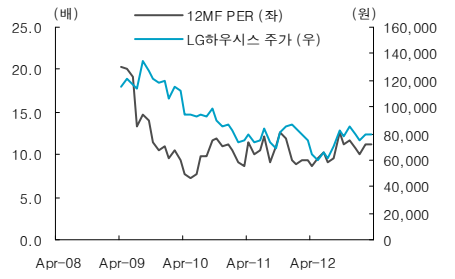
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2012P	–	2,942	–
2013F	5,600	6,025	7.6
2014F	6,747	6,984	3.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.5	11.3	2.3
상대주가(%p)	6.4	5.8	3.4

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

주택 소비형태의 변화 속에서

소비 트렌드 변화와 주택 규제 완화기에 주목해야 할 기업

주택 소비형태가 달라지고 있다. 1) 거주주택과 보유주택을 일치시키며 주거 수준을 하향하기보다 유지하는 신노년층의 등장, 2) 거주비용과 환경이슈에 민감해지며 에너지 효율 주택에 대한 니즈 증가 등의 구조적 변화에 LG하우시스는 B2C를 공략한 완성창, 에너지 효율등급제에 대비한 기능성 유리, 친환경 바닥재 등의 투자로 대비해왔다. 한편 최근 주택정책도 부동산 가격을 자극하지 않으면서 거래량을 정상화 하는데 초점을 맞추고 있다. 따라서 우리는 1차 공급자인 건설사보다 주택 유지보수의 밸류체인을 보유한 LG하우시스의 장기 성장성에 주목한다.

해외와 고기능 소재의 투자로 경기 순환주에서 탈피

LG하우시스의 실적 개선은 1) 국내 B2C 건자재 비중 확대, 2) 수익성이 양호한 해외 사업과 고기능 소재의 외형 성장에서 비롯될 것이다. 미국 주택시장 회복세가 이어지는 가운데 미국 법인은 홈디포 입점 완료로 1분기부터 흑자전환이 기대된다. 전사 내 마진이 가장 높은 사업인 PSA(반도체 점착제) 등 IT 소재의 매출 성장세가 작년 하반기부터 빨라지고 있다. 이에 따라 고기능 소재의 영업이익률은 올해 5.6%로 예상, 경기에 크게 영향받지 않는 안정적인 이익 드라이버로 작용할 것이다.

미래의 변화를 읽은 LG하우시스, 올해부터 이익 턴어라운드

SOTP 방식으로 산출한 목표주가 106,000원을 유지하며 턴어라운드 초기에 매수를 권한다. 올해 영업이익은 전년대비 51% 증가한 850억원으로 추정한다. 1) 고수익 사업인 완성창 비중이 창호의 40%에 이르고, 2) 올해 미국법인 흑전과 작년 완공된 중국 우시공장의 투자성 경비가 정점을 지났으며, 3) 작년 저수익 사업부 철수로 수익성 개선이 예상되기 때문이다. 장기적으로 미 셰일가스 영향으로 원가의 70%를 점하는 PVC가격의 하향 안정을 예상하는데 이 역시 수익성에 도움이 될 전망이다.

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
매출액(십억원)	2,242	2,445	2,451	2,570	2,691
영업이익(십억원)	60	67	57	85	98
세전이익(십억원)	56	60	52	79	92
당기순이익(십억원)	41	47	29	60	70
EBITDA(십억원)	127	138	134	169	186
순차입금(십억원)	172	374	391	336	271
영업이익률(%)	2.7	2.7	2.3	3.3	3.6
ROE(%)	6.0	6.6	4.0	7.9	8.6
배당수익률(%)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
EPS(원)	4,084	4,659	2,942	6,025	6,984
(EPS 증가율, %)	78.4	14.1	(36.9)	104.8	15.9
BPS(원)	69,029	72,346	73,955	78,640	84,282
DPS(원)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER(x)	21.4	18.7	26.9	13.2	11.4
PBR(x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	7.8	8.5	8.4	6.3	5.4

Company report focus

❑ 리포트 작성 목적

- 미래 주택시장 전망에 있어 정책보다 중요한 것은 주택 소비 트렌드의 변화. 거주와 보유를 일치시키는 주택 소비 변화로 주택 개보수의 밸류체인에 노출된 LG하우시스의 장기 성장성 부각
- LG하우시스의 장기 성장성을 1) 주택 소비 패턴의 변화 2) 정부 정책의 수혜 3) 미국 주택시장 회복과 이에 따른 비즈니스 활성화 4) 고기능 소재 이익 증가 등 건설 업황의 영향 최소화 등으로 재조명
- 신정부의 주택 정책은 통상 건설주에 긍정적이라고 인식돼 왔으나 주택가격을 자극하지 않으면서 거래량을 정상화 하려는 정책 의도 감안시 LG하우시스가 수혜

❑ 핵심 가정 및 valuation

- 2013년 수익 추정에 있어 주택 거래량은 전년대비 9.6% 증가한 110만세대 가정, 국내 건자재 사업 수익성의 핵심변수인 완성창 비중은 창호재 매출의 40% 가정(2012년 35%)
- 2013년 EBITDA에 제조업 평균 EV/EBITDA 배수인 7.6배 적용, 106,000원의 목표주가 산출

❑ 민감도(시나리오) 분석

- 올해 이익 턴어라운드의 핵심은 완성창 비중 확대
- 사측은 이론적으로 완성창 비중이 창호 매출의 50% 도달시 창호 영업이익률이 4~5%에 도달할 것으로 예상
- 작년 완성창 비중은 35%, 올해는 40%, 주택 거래량은 110만세대로 가정
- 완성창 비중 5%p 상승 시, 주택 거래량 10% 증가 시 전사 영업이익은 각각 2.4% 증가

창호 사업부 내 완성창 매출비중에 따른 LG하우시스 전사 영업이익

		완성창 매출비중(%)				
		30.0	35.0	40.0	45.0	50.0
주택 거래량	891,000	77	79	81	83	85
(세대)	990,000	79	82	84	86	88
	1,100,000	81	83	85	87	89
	1,210,000	83	85	87	89	91
	1,331,000	85	87	89	91	93

❑ 위험 / 기회 요인

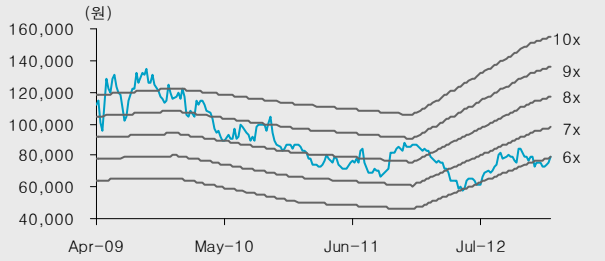
- 신정부 주택 부양정책에도 불구, 주택 거래량이 전년 100만세대에서 개선되지 않을 경우 창호 영업이익률의 개선 어려워
- 미국 주택경기 회복이 둔화될 경우 미국 법인 수익성 개선 어려워

❑ 기업의 주요 특징

1) Historical valuation 분석

- PBR 1.0배, EV/EBITDA 6.3배로 역사적 저평가 상태
- 09년 4월 분할 이후 현재까지 2,730억원의 주요 설비 투자. 14년까지 매년 영업이익만큼의 감가상각비 지출. 투자의 정점이 지나며 15년부터 감가상각비 부담은 빠르게 완화되며 이익 개선세 역시 빨라질 것

EV/EBITDA 밴드

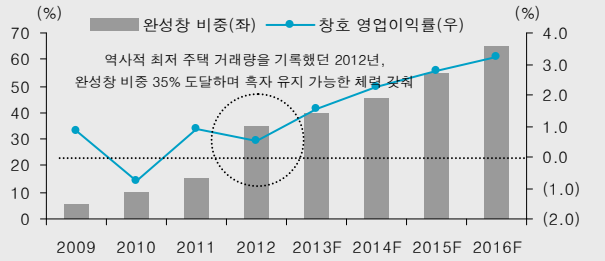


자료: 한국투자증권

2) 미래 환경의 변화를 읽은 기업, 올해부터 턴어라운드

- 주택 소비패턴에 맞는 비즈니스 전환으로 국내 건자재 사업의 수익성 개선. 1) 완성창 비중 확대로 창호 영업이익률은 1.1%p 개선 전망, 2) 미국 법인 흑전으로 인테리어 영업이익은 58.1%YoY 전망, 3) PSA등 IT소재 매출 증가로 고기능 소재 영업이익 9.9%YoY 전망
- 장기적으로 미국 셰일가스 영향으로 PVC 가격 하락 전망. 제조원가의 70%이상을 차지하는 PVC 가격 하향 안정화는 원가 부담을 줄여줌으로써 수익성 개선에 기여할 것

완성창 비중과 창호 영업이익률



자료: 한국투자증권

❑ 동종 기업 비교

- EV/EBITDA 6배, 영업이익 증가율 50.7% 고려시 peer 대비 저평가
- 미국 주택 경기 회복의 수혜주인 미국 건자재 업체의 PER은 약 20배로 턴어라운드 기대감 반영. 3p 'Global peer comparison' 참고

Contents

I. Valuation 2

1. 주택 소비 패턴의 변화 속에서 장기 성장의 초입기
2. 국내 사업은 수익성 개선, 해외 사업과 고기능 소재는 볼륨 확대

II. 주택 소비형태의 변화 6

1. 주택정책 영향은 LG하우시스가 건설사보다 더 클 것
2. 미래 키워드 1) 주거 수준을 유지하려는 신노년층 등장
3. 미래 키워드 2) 주거비용과 환경 이슈로 커진 에너지 효율화 욕구
4. 소비패턴에 맞는 비즈니스 전환으로 수익성 개선
5. 미국 셰일가스로 원가 부담은 장기적으로 하락할 것
6. 사례분석) Home depot의 성장 – needs에서 wants로

III. 해외사업 투자 수확기 15

1. 오바마와 시진핑 정책의 핵심은 중산층 부양, 그리고 주택시장 정상화
2. 미국법인, 1분기부터 흑자전환 기대
3. 중국법인, 장기적으로 프리미엄 마켓 점유율 확대 기대

기업개요 및 용어해설 19

I. Valuation

1. 주택 소비 패턴의 변화 속에서 장기 성장의 초입기

목표주가 106,000원으로 매수 추천

LG하우시스의 목표주가를 106,000원으로 유지하며 장기 성장의 초기에 매수를 추천한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했으며 영업가치는 2013년 EBITDA에 제조업 평균 EV/EBITDA인 7.6배를 적용해 구했다. 투자포인트는 1) 거주주택과 보유주택을 일치시키는 주택 소비패턴의 변화 속에서 B2C 리모델링 시장의 선두주자, 2) 거래량 정상화에 초점을 맞춘 신정부 부동산 정책과 미국 주택 경기 회복의 수혜주, 3) IT신소재 등 고마진 사업의 매출 증가로 경기순환주를 탈피해 안정적 이익 성장의 기반을 마련했다는 점 등이다.

작년 하반기부터 투자한 사업에서 턴어라운드의 신호, 올해는 본격화될 시기

LG하우시스는 09년 4월 LG화학으로부터 분사 이후 장기간 과감한 투자와 기술개발에 힘써 왔다. 불황이 야기한 느린 손익개선으로 주가는 부진함을 면치 못했다. 그러나 작년 하반기부터 국내 완성창과 해외사업, 고기능 소재 등 투자를 집중해 온 사업부에서 이익 턴어라운드의 신호가 나타나기 시작했으며 올해는 본격화 될 시기다. 이제는 실망을 뒤로 하고 미래 성장성을 보고 매수할 시점이다.

<표 1> Valuation (단위: 십억원)

구분	가치	비고
a) 영업가치	1,282	
EBITDA(2013F)	169	
적용배수	7.6	제조업 평균 EV/EBITDA
b) 차입금	336	2013 년 예상 차입금
c) Enterprise Value a)-b)	946	
d) 유통주식수 (천주)	8,968	
목표주가 c)/d)	106,000	

자료: LG하우시스, 한국투자증권

투자의 정점이 지나며 2015년부터 감가상각비 부담 빠르게 감소

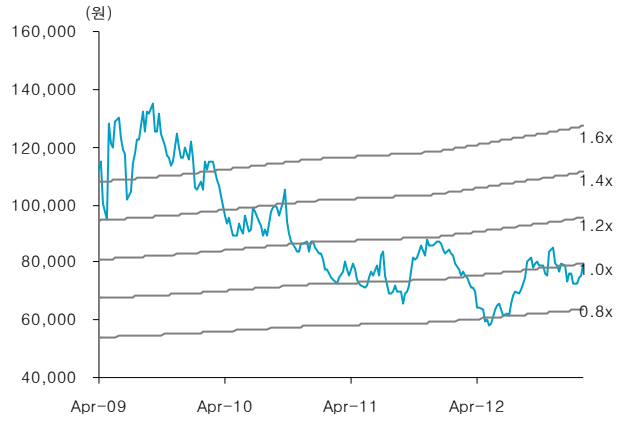
LG하우시스는 분할 이후 현재까지 총 2,730억원의 주요 설비투자를 했으며 경상투자까지 포함시 5천억원에 이른다. 내년까지는 감가상각비 부담이 매우 커 매년 영업이익만큼의 감가상각비가 지출되고 있다. 따라서 EV/EBITDA 지표는 매우 싸지만 PER valuation은 싸지 않다. 반면 2014년 투자의 정점이 지나며 2015년부터는 감가상각비 부담이 빠르게 감소해 이익 증가세가 가속화될 것이다. 방향성이 명확하다면 성장 초입기인 고PER에서 선투자할 필요가 있다.

<표 2> LG하우시스의 주요 CAPEX와 투자 내용 (단위: 십억원)

구분	지역	기투자액	향후 투자액
엔지니어드 스톤 생산설비	미국	45	-
알루미늄 창호 공장	국내	9	-
기능성 코팅 유리 공장	국내	80	8
중국 우시 법인	중국	58	-
완성창 가공라인 투자	국내	4	31
합성목재 설비 증설	국내	12	3
자동차 소재 설비 증설	국내	5	6
고기능 소재 설비	국내	38	5
중국 천진법인 증설	중국	22	-
건축용 폐놀품 단열재 생산설비	국내		26
합계		**273**	**79**

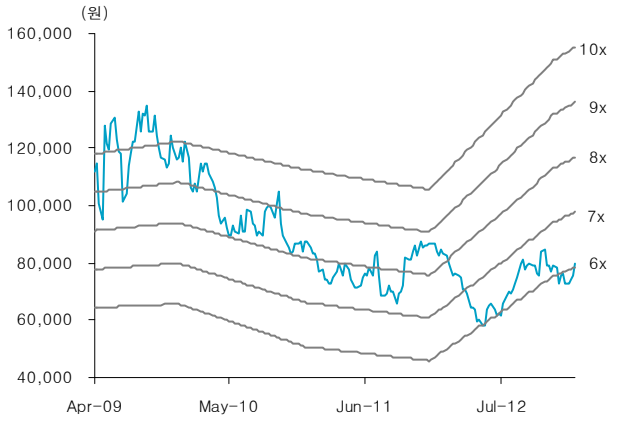
자료: LG하우시스, 한국투자증권

[그림 1] LG하우시스의 PBR 밴드



자료: FnGudie, 한국투자증권

[그림 2] LG하우시스의 EV/EBITD 밴드



자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 3> LG하우시스의 Peer group valuation

Company		3M	LIXIL	Masco	Mohawk	Home depot	Kingfisher	한화케미칼	KCC	LG 하우시스
국가		미국	일본	미국	미국	미국	영국	한국	한국	한국
Ticker		MMM US	5938 JP	MAS US	MHK US	HD US	KGF LN	009830 KS	002380 KS	108670 KS
시가총액 (USD mil, 십억원)		71,600	6,441	6,853	7,378	103,212	9,875	27,986	2,977	713
PER(배)	FY11	16.2	296.6	NM	29.3	22.8	10.1	13.7	8.6	18.7
	FY12	15.2	34.1	29.2	20.3	19.6	12.6	8.0	4.3	26.9
	FY13	13.9	14.0	19.2	17.0	16.9	11.4	6.6	12.5	13.2
PBR(배)	FY11	4.1	1.1	20.8	2.0	5.8	1.1	0.8	0.6	1.2
	FY12	3.7	1.0	10.2	1.8	6.1	1.1	0.6	0.5	1.1
	FY13	3.2	1.0	7.3	1.6	6.2	1.0	0.6	0.5	1.0
EV/EBITDA(배)	FY11	9.3	14.5	15.1	12.6	11.8	6.5	12.2	8.7	8.5
	FY12	8.9	8.8	10.7	10.2	10.9	6.7	9.0	8.1	8.4
	FY13	8.2	7.1	8.0	8.7	10.1	6.1	7.8	6.9	6.3
ROE(%)	FY11	26.9	0.4	(26.9)	7.0	25.4	11.5	6.2	6.0	6.6
	FY12	25.4	3.5	43.3	9.7	30.2	8.8	7.5	12.3	4.0
	FY13	25.0	7.2	47.3	10.7	37.4	9.1	9.3	4.0	7.9
EPS growth(%)	FY11	0.0	(88.3)	NM	43.5	21.7	31.0	(43.2)	(17.4)	14.1
	FY12	7.0	769.5	NM	44.1	16.5	(20.0)	27.9	97.6	(36.9)
	FY13	9.1	144.2	51.6	19.9	15.4	10.5	32.0	(65.7)	104.8
OP margin(%)	FY11	21.7	1.4	5.0	6.6	10.4	7.3	4.1	3.6	2.7
	FY12	22.1	3.7	7.8	7.9	11.3	7.0	4.1	6.4	2.3
	FY13	22.6	4.9	9.4	8.7	11.9	7.4	4.1	7.3	3.3
NP margin(%)	FY11	14.9	0.1	(1.5)	4.3	6.1	5.9	3.2	9.7	1.9
	FY12	15.1	1.1	2.9	5.4	6.6	4.9	3.3	19.3	1.2
	FY13	15.6	2.6	4.1	6.0	7.0	5.3	3.4	6.3	2.3

주: 국내업체는 한국투자증권, 해외업체는 Bloomberg 기준, 3/4 종가 기준
자료: FnGuide, Bloomberg, 한국투자증권

2. 국내 사업은 수익성 개선, 해외 사업과 고기능 소재는 볼륨 확대

올해 전 사업부에서 고른 이익 개선 전망

올해 LG하우시스의 이익은 전 사업부에서 고르게 개선될 것이다. 1) 국내 건자재는 외형 성장보다 수익성 개선으로 이익 턴어라운드가 예상된다. 2) 미국과 중국 등 해외 사업은 외형 증가가 핵심이다. 3) PSA 등 IT소재 신사업은 작년 하반기부터 BEP를 넘어서며 high single의 영업이익률이 지속될 전망이다. 이는 경기 부침이 심한 건자재 사업의 영향을 상쇄하는 안정적 이익 드라이버로 작용할 것이다. 올해 매출은 전년대비 4.9%, 영업이익은 50.7%, 세전이익은 51.9% 증가할 것으로 예상한다. 사업부별 포인트는 다음과 같다.

창호: 고마진 제품인 완성창 비중 확대로 올해 영업이익률 전년대비 1.1%p 개선 전망

1) 창호: B2B(신축 주택)보다 B2C(소매 리모델링) 매출 비중이 커 주택 거래량과 관련이 깊다. 작년 주택 거래량은 100만세대로 06년 통계가 집계된 이래 역사적 최저였다. 우리는 올해 주택 거래량을 2011년보다 10.7% 감소한 110만세대로 가정해 수익을 추정했다. 신정부의 부동산 정책효과가 점진적으로 나타날 것으로 기대하나 상반기에는 관망 가능성을 고려해 보수적으로 접근했다. 그럼에도 완성창 매출 비중이 창호 매출의 40%까지 상승할 것으로 예상해(작년 35%) 창호 영업이익률은 전년대비 1.1%p 개선된 1.6%로 예상한다. 창호는 작년 4분기 최악의 거래량 환경에서도 흑자를 유지하는 체력으로 변모했는데 여기에는 고마진 제품인 완성창 비중 확대가 주효했다. 향후에도 이익의 핵심변수는 완성창 비중이다.

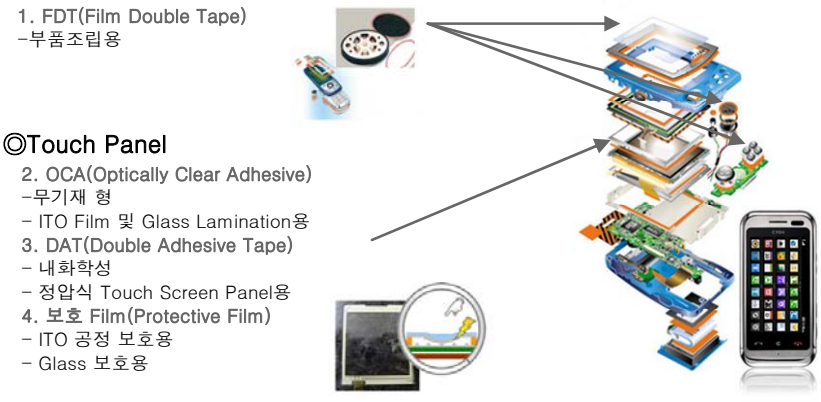
인테리어: 미국 법인 흑전으로 영업이익 58%YoY 전망

2) 인테리어: 4분기 인테리어 사업부는 적자전환하며 연간 영업이익은 120억원, 영업이익률은 1.5%에 그쳤다. 과거에는 시황이 나빠도 영업이익률 2~3%를 유지해왔다. 반면 작년에는 미국 '홈디포' 입점으로 평년 대비 많은 마케팅 비용과 재고손실이 발생했다. 인테리어 매출의 35%를 차지하는 미국 법인의 영업적자 60억원으로 인테리어 사업부는 흑자유지에 실패했다. 미국 법인은 올해 1분기부터 흑자로 전환, 사업부 영업이익은 전년대비 58.1% 증가할 전망이다.

고기능 소재: 완전한 정상화, 향후 영업이익률 5%대 유지

3) 고기능 소재: 완전한 정상화 단계로 중장기적으로 급격한 경기 악화에도 안정된 이익 드라이버로 기능할 전망이다. 가장 마진이 높은 사업은 고광택시트(고기능 소재 영업이익의 14%), PSA[1](19%) 등이다. 고광택시트 매출은 중국의 가전소비 둔화로 향후에도 연간 700억원 수준에서 크게 나아지기 어렵다. 반면 작년 매출 1천억원이었던 PSA는 태블릿 PC 판매 증가와 M/S 확대로 장기 성장성이 높다. 또한 최근 2년간 자동차 부품 등 저수익 사업부의 구조조정으로 영업이익률은 5% 중후반을 유지할 것이다.

[그림 3] PSA사용처



자료: LG하우시스 홈페이지

[1] PSA (Pressure sensitive Adhesive): 국내 IT업체가 제품에 사용하는 반도체 접착소재

신임 CEO의 강력한 원가 혁신 정책으로 체력 강화

작년 말 취임한 신임 CEO(오장수)의 정책은 원가 혁신과 수익성 개선에 초점을 맞추고 있는 것으로 파악된다. LG하우시스의 약점은 지난 3년간 과감한 투자를 했지만 너무나 다양한 사업을 영위하고 있어 선택과 집중이 취약했다는 점이다. 투자의 정점이 지나며 장기적으로 고수익 사업부에 대한 선별투자와 저수익 사업부의 비용 절감은 기업 체력을 강화시키는 역할을 할 것이다.

<표 4> LG하우시스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2010	2011	2012P	2013F	2014F	2015F	2016F
매출액	2,242	2,445	2,451	2,570	2,691	2,833	2,944
YoY	34.9	9.1	0.2	4.9	4.7	5.3	3.9
창호	611	678	644	675	683	692	701
인테리어	782	834	798	852	898	961	995
고기능	850	935	997	1,043	1,110	1,179	1,248
기타	(1)	(1)	12	0	0	0	0
영업이익	60	71	57	85	98	124	140
YoY	(10.2)	18.1	(20.4)	50.7	14.7	26.8	12.3
창호	(5)	6	3	10	15	19	23
인테리어	27	24	12	19	23	35	36
고기능	42	42	51	56	60	70	80
기타	0	0	(10)	0	0	0	0
영업이익률	2.7	2.9	2.3	3.3	3.6	4.4	4.7
EBITDA	127	139	134	169	186	214	227
감가상각비	64	69	74	80	85	86	84
이자수익	9	7	15	14	14	15	15
이자비용	16	19	23	22	23	21	20
순차입금	172	374	352	336	271	214	165
기타영업외손익	3	4	3	2	2	1	2
세전이익	56	63	52	79	92	118	136
YoY (%)	79.1	13.5	(13.3)	51.9	15.9	29.4	14.9
법인세	14	12	24	19	22	29	33
순이익	40	46	29	60	69	90	103

자료: LG하우시스, 한국투자증권

<표 5> LG하우시스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2013F
1. 창호재	127	180	192	180	678	127	171	179	167	644	135	178	186	175	675
영업이익	(4)	3	4	3	7	(6)	2	6	2	3	1	2	6	2	10
영업이익률	(2.9)	1.8	2.2	1.6	1.0	(4.7)	0.9	3.2	1.1	0.5	0.6	1.3	3.0	1.0	1.6
2. 인테리어	197	221	217	199	834	196	215	201	186	798	209	228	215	199	852
영업이익	6	5	8	5	23	3	7	6	(3)	12	3	5	8	3	19
영업이익률	2.9	2.2	3.7	2.4	2.8	1.4	3.3	2.7	(1.8)	1.5	1.5	2.0	3.5	1.7	1.5
3. 고기능 소재	224	229	239	243	935	235	250	250	262	997	246	261	262	274	1,043
영업이익	10	8	12	11	42	8	12	16	15	51	10	13	17	16	56
영업이익률	4.6	3.7	5.0	4.6	4.5	3.6	4.7	6.3	5.9	5.1	4.0	5.0	6.5	6.0	5.4
4. 기타	1	(2)	2	(1)	(1)	0	3	4	4	12	0	0	0	0	0
영업이익	0	(0)	(0)	0	(0)	(1)	(4)	(2)	(3)	(10)	0	0	0	0	0
(중국법인)	32	46	45	31	154	30	39	37	30	137	35	44	42	35	155
영업이익	2	3	3	0	8	0	1	1	0	2	0	1	1	2	4
영업이익률	7.4	6.1	6.0	0.3	5.2	(1.2)	1.5	2.7	1.3	1.2	1.0	2.0	3.5	4.5	2.7
(미국법인)	67	80	77	66	290	63	76	71	69	279	73	86	81	79	320
영업이익	1	2	1	2	6	(2)	0	(1)	(3)	(6)	1	2	2	1	6
영업이익률	1.9	2.7	1.2	2.4	2.1	(3.5)	0.1	(1.7)	2.5	(2.2)	1.4	2.3	2.5	1.3	1.9
총 매출	547	627	650	621	2,446	558	639	635	620	2,451	590	668	663	648	2,570
영업이익	12	16	24	19	72	4	16	25	11	57	14	20	30	22	85
영업이익률	2.2	2.6	3.7	3.1	2.9	0.7	2.5	4.0	1.8	2.3	2.3	3.0	4.5	3.3	3.3
세전이익	15	14	19	13	63	3	27	22	(3)	52	13	19	29	18	79
순이익	10	11	15	10	46	2	19	17	(9)	29	10	14	22	14	60
순이익률	1.9	1.7	2.3	1.7	1.9	0.3	3.0	2.7	(1.5)	1.2	1.6	2.2	3.3	2.1	2.3

자료: 한국투자증권

II. 주택 소비형태의 변화

1. 주택정책 영향은 LG하우시스가 건설사보다 더 클 것

신정부 주택정책 기대감으로 서울 아파트 가격은 60주만에 하락세 멎어

박근혜 정부의 주택정책은 집값 하락을 억제하고 주택거래를 정상화시키는데 초점이 맞춰져 있다. 취득세 6개월 감면 조치에 이어 DTI/LTV 완화, 다주택자 양도세 중과 감면 등 부동산 시장 과열기에 도입된 과도한 규제가 정비될 것으로 예상된다. 이 기대감으로 2월 마지막 주부터 2주 연속 서울 아파트 매매가격은 60주만에 하락세가 멎고 보합세를 유지하고 있다.

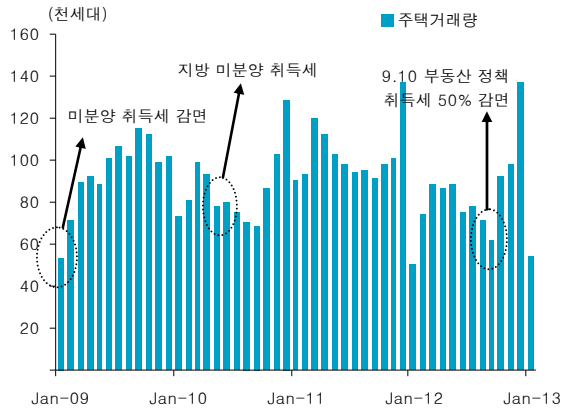
강력한 정부정책의 수혜주는 건설사보다 LG하우시스

통상 취득세 감면기에는 거래량이 증가했으며 금융이나 세제규제 완화가 주택시장에 가장 중요한 정책요소임을 감안하면 최근 거론되는 정부 정책은 분명 장기적으로는 실효성이 있어 보인다. 중요한 것은 정책의 초점과 정책효과, 그리고 발현 시기다. 이를 종합했을 때 우리는 정책 효과의 수혜주는 분양가가 상승(P)하거나 공급물량(Q)이 급증해야 이익 증가가 가능한 건설사보다 2차 거래시장(기존 주택)에서의 매출 비중이 높은 LG하우시스라고 판단한다. 이는 다음 요인 때문이다.

정책 초점은 가격 자극보다 거래량 정상화

1) 현 정부의 정책 초점은 가격 자극보다 거래량 정상화다: 현 정부는 여전히 서민이 주택을 구입하기에는 전반적인 집값이 비싸다고 생각하고 있다. 지난 2월, 분양가 상한제가 국회 법사위를 통과하지 못한 것도 집값 상승을 우려한 야당의 반대 때문이다. 즉 집값을 크게 자극하기보다 거래를 정상화 하는데 초점을 두고 있다. 분양가 상승이 이뤄져야 이익 개선이 가능한 건설사보다 2차 거래시장(기존 주택의 리모델링)에서의 매출 비중이 높은 LG하우시스는 보다 직접적이고 빠르게 수혜를 누릴 수 있다.

[그림 4] 주택거래량과 취득세 감면기



부동산 정책에 대한 정부의 방향성을 시사하는 코멘트

"부동산 거래 활성화가 주택가격 안정화 대책보다 우선시돼야 한다" -현오석 경제부총리 후보자가 원장인 KDI 최근 보고서

"자가주택을 처음 마련하는 사람들에게 소득에 비해 집값이 높은 것은 현실이다" - 2월 21일, 이한구 원내 대표 코멘트

자료: 언론기사취합, 온나라부동산, 한국투자증권

주택가격의 본격 상승까지는 시간이 필요할 것

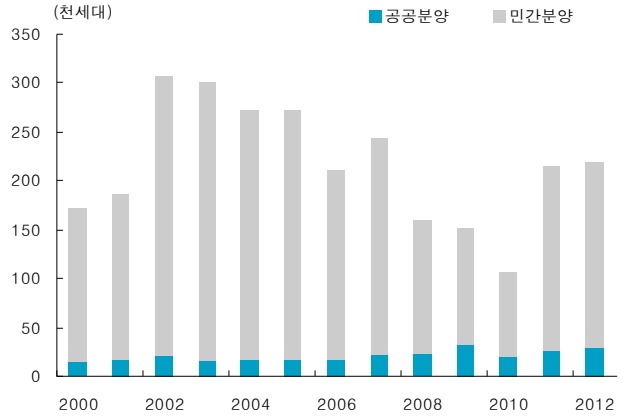
2) 주택가격의 본격적 상승까지는 시간이 필요하다: 지난 2년간 주택경기 침체에도 불구하고 신규 인허가 물량과 아파트 분양 물량은 크게 줄지 않았다. 이는 최근 주택시장 회복이 완연한 미국과 다른 대표적 요인이기도 하다. 미국은 금융위기 이후 3년간 신규주택 공급이 급감한 반면 한국은 2010년에만 급감했을 뿐 2011년부터 빠르게 회복됐다. 이는 매년 3만세대 이상의 공공주택이 지속적으로 공급된 역할도 크다. 따라서 예상 입주물량은 2011년 32.4만세대에서 2012년에는 35만세대, 2013년에는 40만세대로 증가한다.

거래 활성화는 하우스 푸어의 문제 해결에 단초

거래활성화는 결과적으로 자산 가치를 유지함으로써 하우스 푸어의 자산 처분 혹은 주거소비의 조절을 통해 부채를 해소할 수 있는 길을 열 수 있다. 따라서 우리는 거래 정상화에 우선

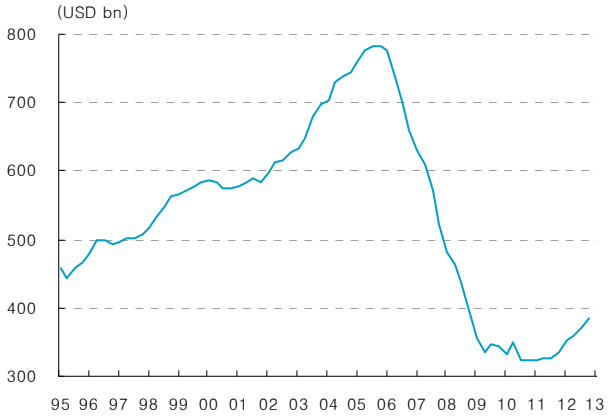
초점을 맞춘 현 정부의 정책에 긍정적 효과를 기대하되 주택가격의 본격 상승까지는 시간이 필요하다는 의견을 제시한다.

[그림 5] 신규 아파트 분양 물량



자료: 부동산114, 한국투자증권

[그림 6] 미국 주거용 투자 추이



자료: BEA, 한국투자증권

<표 6> 2013년 주택시장 전망

(단위: %, 호)

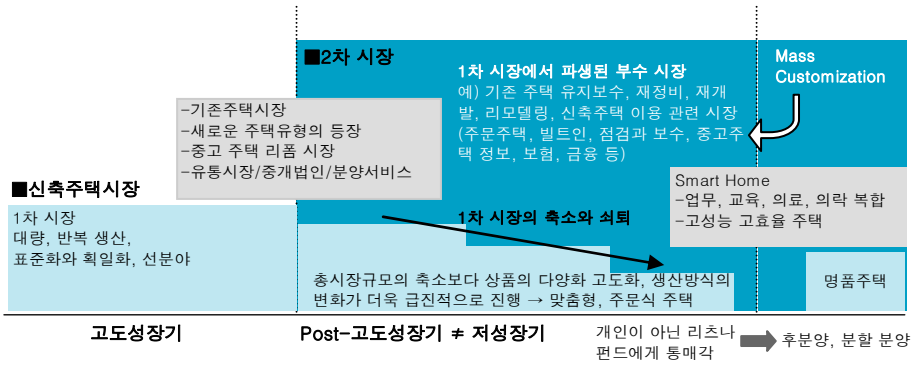
구분			2010	2011	2012	2013
주택가격						
주택	매매	수도권	(1.7)	0.5	(2.5)	약보합
		지방	6.0	14.0	3.0	강보합
	전세(전국)		7.1	12.3	3.8	4.0
주택공급						
인허가			386,542	549,594	580,000	400,000
분양			200,958	284,923	310,000	250,000
준공(업주)				324,000	350,000	400,000

자료: 건설산업연구원

주택소비 패턴의 변화로 기존 주택 유지보수의 밸류체인에 관심을 가질 필요

3) 주택 소비 패턴이 변하고 있다: 정책보다 중요한 것은 소비패턴의 변화다. 주택산업의 고도 성장기를 지난 현 시점, 우리는 1차 공급자인 건설사보다 기존 주택시장에서 파생된 시장, 즉 기존 주택의 유지 보수 밸류체인에 더 관심을 가질 필요가 있다고 판단된다. 이는 고성능 고효율 주택을 요구하는 소비 트렌드와도 부합한다. 다음 장에서 미래 소비 패턴의 변화와 이에 대비한 LG하우시스의 예상 성과에 대해 살펴보겠다.

[그림 7] 주택산업 성장기와 파생 시장



자료: 건설산업연구원

2. 미래 키워드 1) 주거 수준을 유지하려는 신노년층 등장

한국의 노년층, 이전과 다른 신노년층으로 재편– 거주주택과 보유주택 일치, 주거수준의 상향 유지 경향

한국의 노년층이 이전 노인세대와 차별화되는 베이비 부머 세대의 신노년층으로 재편되고 있다. 이들은 과거보다 높은 도시거주 비율, 높은 교육 및 소득 수준, 부모의 수명연장, 자녀의 늦은 출가와 취업지연, 손자녀의 양육 등으로 2~3세대 가구 비중이 높아진 이른바 '액티브 시니어'의 성격을 지닌다. 이들의 주택 소비 패턴은 다음과 같다. 1) 과거와 달리 주택 투기를 통한 capital gain에 대한 욕구는 상당 부분 감소했으며 거주주택과 보유주택을 일치시키려는 성향을 보인다. 2) 주거수준의 하향보다는 유지하려는 경향, 즉 높은 수준의 주거의 질을 갖추려는 경향이 강하다.

2022년, 전체 아파트 1/3이 개량 필요, 재건축보다 리모델링 수요로 전환될 것

2022년이 되면 전체 아파트 재고의 1/3이 개량이 필요한 것으로 분석된다. 이 시기는 1990년대 초 건설된 대규모 신도시 아파트들 수명이 30년을 경과하기 때문이다. 재건축 수요가 높아질 것으로 기대할 만 하나 우리는 다음 요인으로 재건축보다 리모델링(개보수) 수요로 전환될 가능성이 높다고 판단한다. 1) 90년대 지어진 아파트는 높은 용적률에 고밀도로 지어져 용적률 추가 상승여력이 낮다. 2) 집합소유자(조합)들의 다양한 이해관계로 재건축 합의를 이끌어 내기 힘들어졌다. 3) 무엇보다 과거와 같은 재건축 초과이윤을 기대하기 어려워졌다.

<표 7> 주택 유형별 준공연수별 현황 (단위: 세대, %)

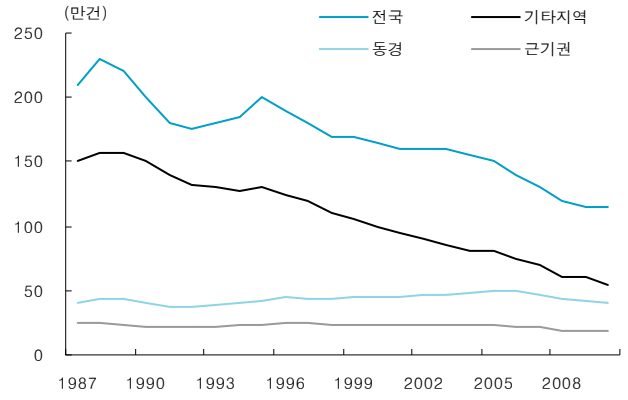
구분	6~15 년 (1995~2004)	16~30 년 (1980~1994)	30 년 이상 (1979 년 이전)	합계
전체	5,383,734 (38.8)	4,976,596 (35.8)	1,349,081 (9.7)	13,883,571 (100.0)
단독주택	876,094 (23.1)	1,455,633 (38.3)	1,163,435 (30.6)	3,797,112 (100.0)
아파트	3,652,353 (44.6)	2,690,159 (32.9)	123,323 (1.5)	8,185,063 (100.0)
연립.다세대	805,201 (46.0)	766,094 (43.8)	41,338 (2.4)	1,750,116 (100.0)

자료: 건설산업연구원

신노년층은 거주 편리성을 중시해 거주주택의 리모델링 수요가 늘어날 가능성

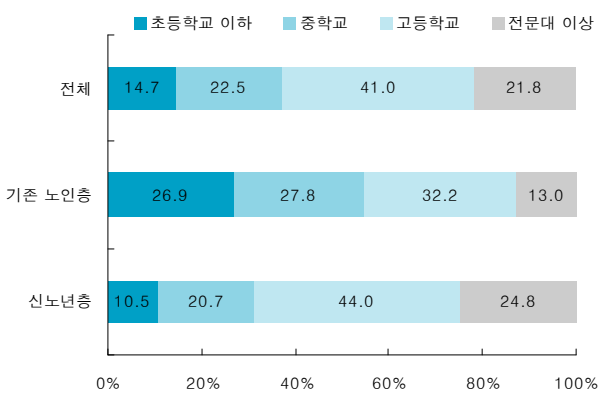
또한 신노년층은 양질의 주거수준을 유지하려 하기 때문에 외형 크기보다 거주 편리성을 중시해 장기적으로 거주주택의 리모델링 수요가 늘어날 가능성이 높다. 즉 주택시장 밸류체인의 중심은 주택을 짓는 건설사에서 주택을 개보수하는 건자재 업체, 특히 B2C에 특화된 LG하우시스로 이동할 것으로 보인다. 이미 국내 주택시장은 수요가 실거주 중심으로 이동하고 있어 장기적으로 주택 거래량이 정체되더라도 B2C 건자재 수요는 증가 트렌드를 예상한다. 일본 역시 주요 지역의 토지 거래량은 장기적으로 하향 안정화되는 모습을 보였다. 거대한 주택 소비 트렌드의 변화 속에서 관련 업계는 이에 대비한 비즈니스 모델이 필요하다.

[그림 8] 일본의 주요 지역별 토지거래량 추이



자료: 일본 국토교통성

[그림 9] 노인가구의 교육수준



자료: 건설산업연구원

3. 미래 키워드 2) 주거비용과 환경 이슈로 커진 에너지 효율화 욕구

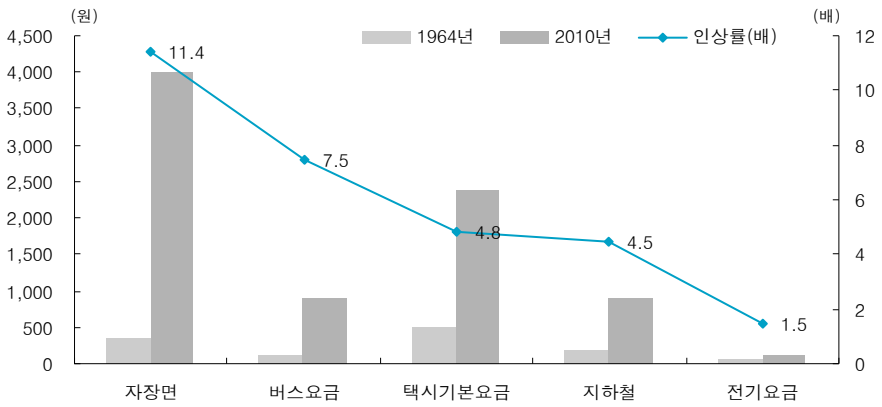
한국의 노후주택, 에너지 효율성 크게 떨어져

한국은 주택 공급이 단기간 내 대량으로 이뤄져 노후주택이 특정시기에 집중되는 특수성을 지닌다. 그런데 노후주택은 에너지 효율성이 크게 떨어지는 취약점이 있다. 반면 한국은 1) 전기요금 등 공공요금 현실화에 따른 주거비용 증가, 2) 글로벌 환경 규제 등에 부합해야 한다는 부담에 직면해 있다.

주거비용 부담, 환경이슈로 에너지 절감형 주택으로 전환

주거 비용 부담이 커지고 있다. 일례로 지금까지는 공공요금 중 전기요금은 거의 인상되지 않아 이에 대한 인식이 크지 않았다. 그러나 전기요금은 2012년 4.9%의 인상에 이어 향후 지속적으로 현실화 될 가능성이 높아 주거비용 증가의 주요인이 될 것이다. 이는 에너지 효율에 초점을 맞춘 건자재 수요가 늘어날 것임을 시사한다. 더불어 2020년 정부의 온실가스 배출 목표는 기존 배출량 전망 대비 21~30% 감축하는 것이다. 따라서 에너지를 가장 많이 소모(온실가스의 40% 차지로 분석)하는 주택과 빌딩의 녹색화가 불가피하다. 따라서 정부의 주택 정책은 장기적으로 에너지 절감형 주택으로 전환될 수 밖에 없다.

[그림 10] 공공요금별 요금 인상률 비교



자료: 한국투자증권

4. 소비패턴에 맞는 비즈니스 전환으로 수익성 개선

미래 키워드에 맞춰 오랜 준비를 해 온 LG하우시스

두 가지 키워드의 변화에 맞춰 LG하우시스는 오래 전부터 선제적으로 준비해 왔다. 대표적으로 완성창 대리점, 로이유리, 非 프탈레이트 PVC바닥재에 약 2천억원의 투자를 완료했는데 모두 에너지 효율과 환경 이슈에 초점이 맞춰져 있다.

1) B2C 위주의 완성창 비즈니스

1) B2B보다 B2C에 초점을 맞춘 완성창 비즈니스를 확대해 왔다. 기존 창호 업계는 프레임과 판유리가 분리된 체제였다. LG하우시스는 이를 통합 가공함으로써 완성창 시장 점유율 1위 업체로 성장했다. 이 경우 유리와 창틀 매출뿐 아니라 가공마진까지 흡수함으로써 수익성이 높아진다. 또한 현행 창호등급제는 완성창에 창호 등급을 부여함으로써 로이유리를 사용한 고기능 유리의 매출이 완성창 비즈니스와 함께 탄력을 받고 있다.

완성창 확대로 비수기에도 흑자 유지 가능한 체력

2009년부터 유리와 창틀을 가공 판매하던 가공대리점을 소수로 통폐합하고 나머지는 완성창 판매대리점으로 전환했다. 이로써 2011년 100개였던 완성창 대리점은 2012년 130개에 이르렀다. 2010년 10%에 불과하던 창호 내 완성창 매출 비중은 2012년 35%로 상승했다. 이에 따라 작년 초 주택거래량에 따라 마이너스까지 기록했던 창호사업부의 영업이익률은 3분기에는 3.2%까지 상승했으며 극심한 비수기였던 4분기에도 1.1%를 지켰다.

올해 완성창 비중 40%, 2015년 50%에 도달 전망

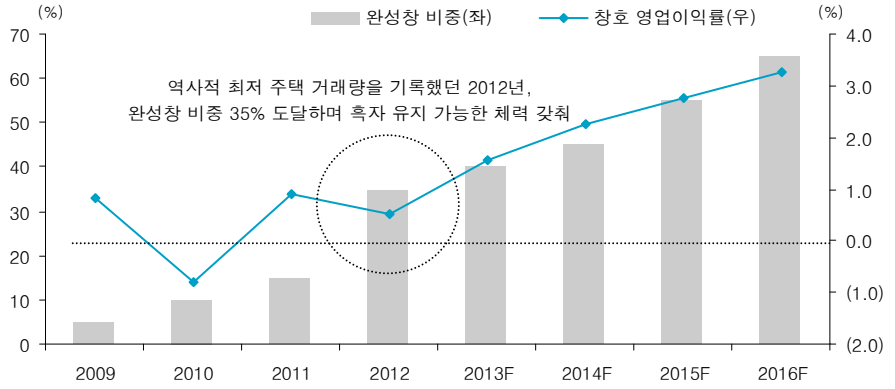
장기적으로도 손익의 핵심은 완성창 매출 비중이다. 사측은 이론적으로 완성창 매출 비중이 50%에 도달할 경우 창호 사업부의 영업이익률이 4~5%에 육박할 것으로 판단하고 있다. 우리는 올해 완성창 비중을 전년대비 5%p 상승한 40%로 가정했으며 창호 영업이익은 100억원, 영업이익률은 1.6%로 추정한다. 2015년에는 완성창 매출 비중 50%를 달성할 것으로 전망한다. 완성창은 마진이 높을 뿐 아니라 후술할 에너지 효율등급 인증에도 유리해 전사적인 수익성 극대화에 기여한다.

<표 8> 완성창 비중과 주택 거래량 변화에 따른 LG하우시스 영업이익 민감도 (단위: 십억원)

	30%	35%	40%	45%	50%
891,000	77	79	81	83	85
990,000	79	81	83	85	87
1,100,000	81	83	85	87	89
1,210,000	83	85	87	89	91
1,331,000	85	87	89	91	93

자료: 한국투자증권

[그림 11] 완성창 매출 비중과 창호 영업이익률



자료: LG하우시스, 한국투자증권

2) 로이 유리 투자, 2012년 에너지 효율 등급제로 고기능 유리 수요 증가

2) 로이유리 등 고기능 유리 투자를 늘렸다. '로이유리'[2]는 고기능 판유리로 단열 복층유리로 가공해 창호로 사용된다. 로이유리를 비롯한 복층유리 국내 시장은 3,000만m²로 약 1조원 규모다. LG하우시스는 2012년 10월, 울산에 로이유리 공장[3]을 완공함으로써 기존 한글라스로부터 구매 가공하던 시스템에서 내부 생산 후 가공 시스템으로 밸류체인을 확장했다. 2012년 기준 고기능 유리 매출은 창호 매출의 11.7%에 불과했으나 2012년 7월 1일부터 시행된 '에너지 효율 등급제'[4]로 2015년까지 20.7%로 상승할 전망이다. 에너지 효율 등급제 하에서는 등급 인증을 완성창에 부여하기 때문에 완성창 비즈니스가 정착된 업체의 고기능 유리 시장 점유율이 높아질 수 밖에 없다.

고기능 유리 매출 2021년까지 3.4배 증가할 전망

독일은 창호 효율화를 법제화하고 5년만에 로이유리 사용 비중이 50%에서 91%로, 영국과 오스트리아는 20%에서 70%로 상승했다. 현재 국내 로이유리 보급률은 10%에 불과하다. 향후 20년간 보급률이 50%에 도달한다는 보수적 가정하에서도 LG하우시스의 고기능 유리 매출은 2012년 750억원에서 2021년 2,560억원으로 3.4배 증가할 전망이다. 보수적 보급률 가정은 국내 신규 아파트 공급의 성장세 둔화를 감안한 것이나 최근 기존 주택의 개보수에서도 로이유리의 사용 비율이 높아지고 있어 우리의 예상을 초과할 가능성도 높다.

---

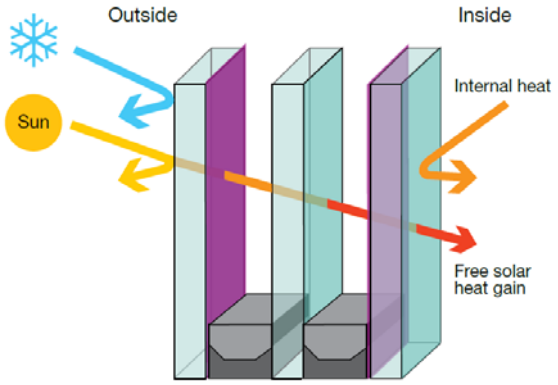
[2] 유리 표면에 얇은 금속막을 입혀 적외선 반사율을 높임으로써 유리를 통한 열전달이 거의 없도록 제작되는 기능성 유리. 이중 로이유리는 두번 코팅을 통해 단열과 태양광 차단성능을 싱글 로이유리 대비 10~20%가량 높이며 삼중 로이유리의 경우 3장의 유리와 2겹의 공기층을 갖는 구조로 이중유리 대비 열관류율을 대폭 낮춤으로써 효율성 강화
3 2010년 독일 '인터페인'과 로이유리 합작법인(JV)를 설립, 울산에 1천억원을 투자해 연 1,000만m² 의 생산라인 구축
4 창호의 에너지 효율을 1~5등급으로 표시하도록 의무화, 3등급 이상을 위해 로이유리 등 고기능 유리 사용 필수

<표 9> 기능성 유리 시장 전망과 LG하우시스의 기능성 유리 매출 (단위: 십억원)

	2012P	2013F	2014F	2015F	,,,	2031F	2032F
창호 시장	2,000	2,060	2,122	2,185	,,,	3,507	3,612
기능성 유리 시장	182	247	297	350	,,,	1,683	1,806
기능성 유리 시장 비중	9.1%	12.0%	14.0%	16.0%	,,,	48%	50%
각사별 기능성 유리 매출					,,,		
LG 하우시스	75	101	122	143	,,,	690	741
(창호 매출 대비 비중)	11.7%	15.0%	17.8%	20.7%			
이건창호	27	36	44	51	,,,	247	265
한화L&C	20	27	33	38	,,,	185	199
기타 업체	60	82	99	116	,,,	561	601

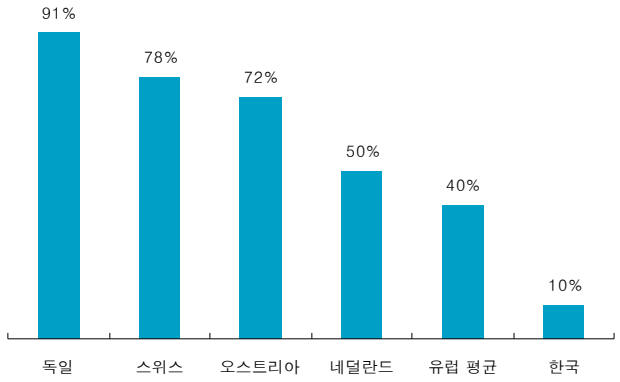
자료: 한국투자증권

[그림 12] 삼중창 로이유리 개요



자료: 한국투자증권

[그림 13] 유럽 로이유리 사용 비율



주: 2011년 기준
자료: 언론기사, 한국투자증권

3) 층간 소음과 환경 영향을 최소화한 PVC 바닥재 투자

3) 층간 소음 억제와 환경 영향을 최소화한 PVC 바닥재에 투자했다. 최근 층간 소음이 사회적 문제로 부상함에 따라 층간 소음의 책임이 입주자에게 있음을 명시한 주택법 개정안이 국회에서 발의됐다. 공동주택의 법정 바닥기준을 강화한 새 주택건설 기준[5]이 곧 공포될 예정이다. 따라서 기존 아파트에 적용 가능한 가장 효과적인 방법으로 PVC 장판이 새로이 부각되고 있다. 강화마루 등 목질계 마루제품은 층간소음에 상대적으로 취약하다.

非프탈레이트계 PVC 장판에 가장 먼저 투자, 출시한 업체

LG하우시스는 유해성분을 없앤 非 프탈레이트[6]계 가소제를 사용한 PVC 장판에 가장 먼저 투자한 업체다. 이미 2011년부터 PVC 바닥재 전 제품에 친환경 가소제를 사용해 왔다. 그간 가소제에 대한 규제가 예상보다 더뎌지며 투자효과를 누리지 못했다. 그러나 2013년 7월부터 가소제 사용 규제가 시작되고 최근 PVC 장판에 대한 수요가 증가해 유해성분을 낮춘 LG하우시스의 제품 매출은 뒤늦게 증가할 가능성이 높다.

5 04년 이전 지어진 아파트는 층간 바닥두께에 대한 법적 기준이 없어 층간소음 문제는 입주자가 해결해야 할 문제였음
6 가소제는 염화비닐에 쿠션감을 주도록 발포기능을 함. 2012년 4월, 지식경제부 산하 기술표준원은 PVC바닥재에 사용되는 프탈레이트계 가소제 사용량을 제한하는 조치 발표 (가소제 사용량을 온돌용의 경우 상부층 1.5%, 하부층 5.0%로 제한). 환경부는 7월 19일, 이어 '환경표지대상제품 및 인증기준' 개정안을 통해 프탈레이트 가소제 사용 제한

5. 미국 셰일가스로 원가 부담은 장기적으로 하락할 것

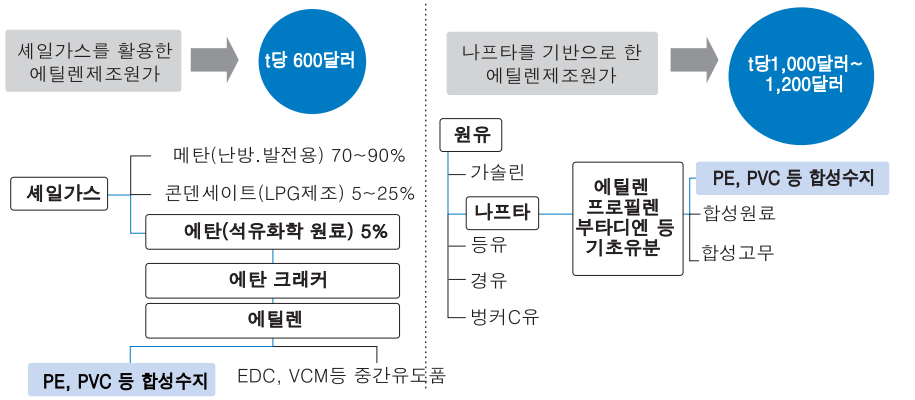
제조원가에서 PVC는 70% 차지

LG하우시스의 제조원가에서 PVC는 70%를 차지하는 손익의 주요 변수다. 창호의 성수기인 2010년 3분기 영업이익률이 -2.0%였으나 2011년과 2012년 3분기 창호 영업이익률이 2~3%대로 높았던 이유는 PVC 가격 하락 때문이었다. 기본적으로 일정 수준의 매출을 기록한다면 영업이익률을 좌우하는 변수는 PVC 가격이다.

장기적으로 미 셰일가스 영향, PVC 가격 하향 안정화 전망

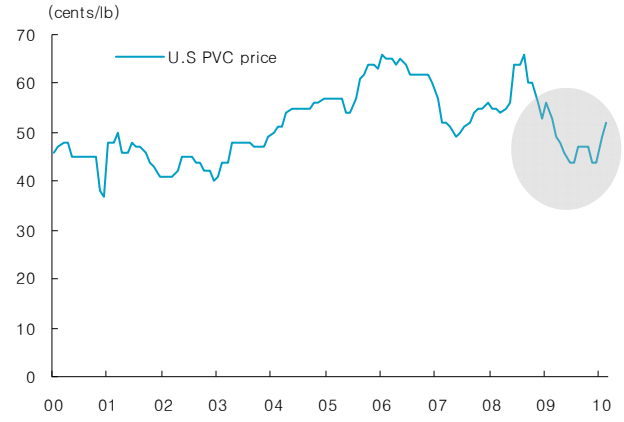
장기적으로 우리는 PVC가격 하향 안정화를 예상한다. 이는 미국 셰일가스 영향 때문이다. 셰일가스를 이용한 에탄크래커 설비가 증가하며 저가 에탄을 활용한 PVC 생산이 늘고 있다. 미국 PVC 제조원가는 한국의 절반인데 최근 미국산 PVC 물량이 늘어나며 이미 미국 생산은 자국내 수요를 초과한 상태다. 따라서 중국, 러시아, 터키로 수출을 확대하고 있다. 미국산 PVC 장기적으로 글로벌 PVC 가격에 영향을 미칠 것으로 판단한다.

[그림 14] PVC 제조원가 비교



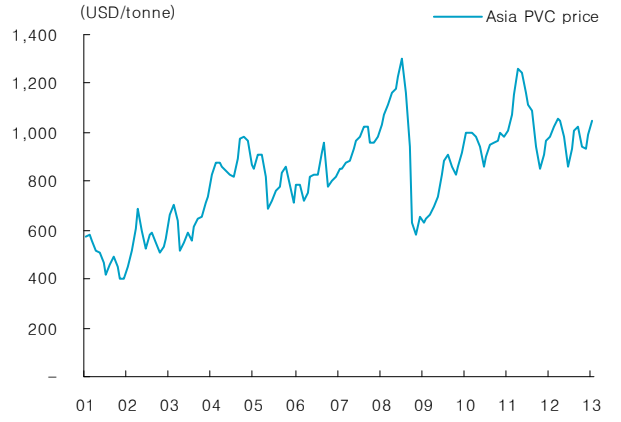
자료: 언론기사, 한국투자증권

[그림 15] 미국 PVC 가격 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 16] 아시아 PVC 가격 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

6. 사례분석) Home depot의 성장 – needs에서 wants로

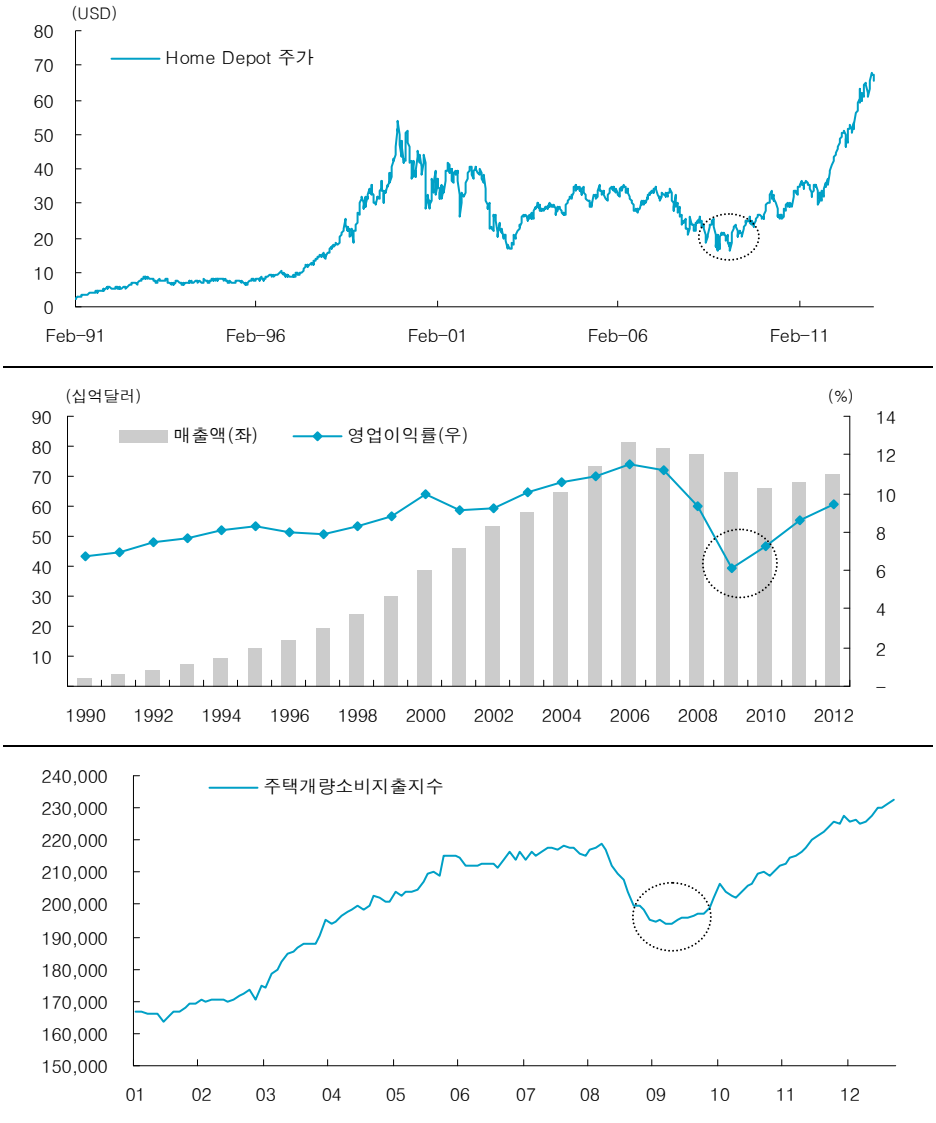
미국 'Home depot'에서 LG하우시스의 성장 방향을 찾을 수 있어

우리는 LG하우시스의 성장 방향이 미국의 'Home depot'와 유사하다고 판단한다. 1978년 'Do it yourself'라는 모토와 함께 설립된 홈디포는 미국 50개주 전역과 캐나다, 멕시코, 중국에 2천여개의 매장을 운영하는 미국 최대의 가정용 건축자재 업체다. 2007년 3천종의 친환경 제품을 공개하는 등 친환경 건자재 상품 개발에 힘쓰고 있다.

자산에서 거주 중심으로 주택 가치가 이동하는 시대적 흐름을 공략한 것이 홈디포의 성공 요인

홈디포가 장기 고성장 할 수 있었던 것은 주택 개념이 자산가치에서 거주가치 중심으로 이동한 시대적 흐름을 정확히 공략했기 때문이다. 1990년대 경제 호황으로 소비자들은 가장 비싼 소유물인 집에 돈을 소비하기 시작해 1990년대 후반부터 home improvement 산업은 급격하게 성장했다. 점차 소비 트렌드가 집 수리를 위한 니즈(needs)에서 꾸미고 가꾸는 주거문화의 욕구(wants)로 진화했다. 이에 홈디포는 다양한 친환경 제품과 많은 판매망, 일반 소비자들이 직접 설치하고 교체할 수 있도록 돕는 직원 교육에 집중해 주가는 장기 re-rating 사이클에 진입했다. 작년 4분기 순이익도 전년대비 29% 증가하며 시장 예상치를 크게 상회했다. 이는 주택경기 개선과 작년 하반기 '샌디' 피해로 인한 복구 수요 영향도 크다.

[그림 17] 홈디포 주가와 관련 지표



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 10> 홈디포의 주요 재무제표 (단위: 백만달러, %)

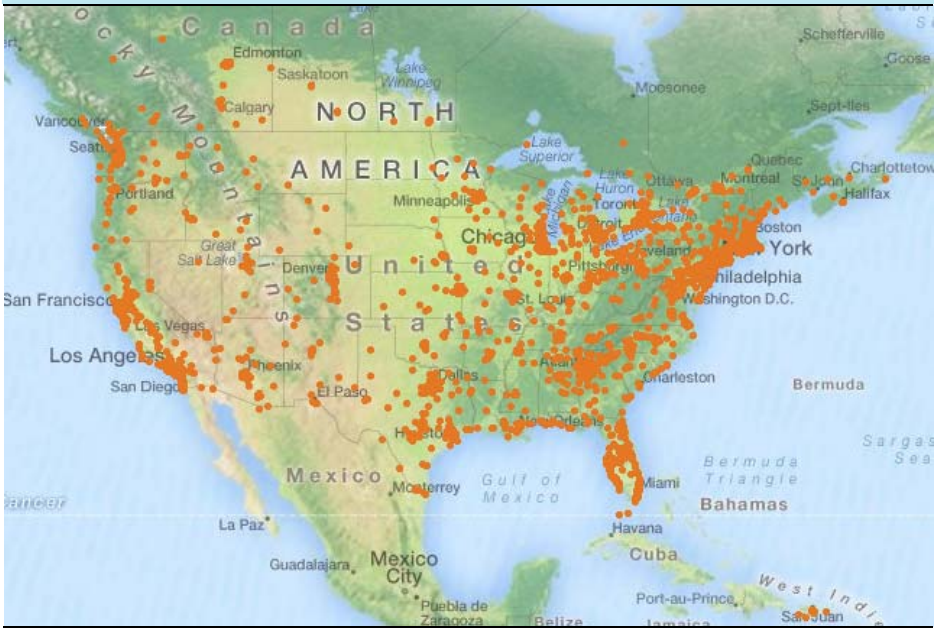
	1991	1992	1993	…	2000	2001	2002	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
매출액	3,815	5,137	7,148		38,434	45,738	53,553	81,511	79,022	77,349	71,288	66,176	67,997	70,395
영업이익	266	382	549		3,808	4,191	4,932	9,363	8,866	7,242	4,359	4,803	5,839	6,661
순이익	163	249	363		2,320	2,581	3,044	5,838	5,761	4,395	2,260	2,661	3,338	3,883
영업이익률	7.0	7.4	7.7		9.9	9.2	9.2	11.5	11.2	9.4	6.1	7.3	8.6	9.5

자료: HomeDepot

한국 주택시장, 투자에서 실수요로 패러다임 변화 이를 공략하는 LG하우시스

한국 주택시장도 투자 개념에서 실수요 개념으로 패러다임이 변하고 있다. 과거처럼 대형평형 혹은 재건축 아파트보다 교통과 교육 인프라가 잘 갖춰진 중소형 평형 아파트에 대한 수요가 커지고 있다는 점이 이를 대변한다. 이에 적합한 비즈니스 모델을 추구하는 국내 업체는 LG하우시스다. 물론 직접 집수리를 하는 미국인 성향과 괴리는 있다. 따라서 LG하우시스는 시공 서비스 사업부를 별도로 운영함으로써 근본적 차이를 보완하고 있다.

[그림 18] Home depot 매장 위치



자료: Home Depot, 한국투자증권

[그림 19] Home depot 내 집수리에 대한 교육 행사

자료: Home Depot

III. 해외사업 투자 수확기

1. 오바마와 시진핑 정책의 핵심은 중산층 부양, 그리고 주택시장 정상화

미국 주택시장 회복세 중고가 주택시장이 미국 매출 중심인 LG하우시스에 우호적

미국 주택시장 회복세로 안도의 한숨이 나오기 시작했다. 지난 5년간 지속됐던 침체가 멈춘 이유는 오바마 대통령이 과거에 없었던 대대적인 부양책을 펼쳤기 때문이다. 첫 주택구입자에게 8천달러까지의 세제혜택 지원, 정부 주도의 융자조정 프로그램, 부실차압 처리보상 합의안 등이 대표적이다. 처음에는 중저가 주택 시장에서 긍정적 신호가 나타났으며 2011년까지만 해도 불황이던 고급 주택시장은 2012년부터 살아났다. 2012년 9월 누적 기준 100만달러 이상의 고가 주택 거래량은 전년대비 9% 늘어나 4년만에 최고치를 기록했다. 중고가 주택시장이 미국 매출의 중심인 LG하우시스에 우호적인 환경으로 변모하고 있다.

중국은 더 많은 시간이 필요한 시장이나 거대한 잠재시장, 도시화 정책 후 점진적으로 프리미엄 마켓 형성 기대

LG하우시스에게 중국은 성과를 내기까지 미국보다 더 많은 시간이 필요하지만 거대한 잠재시장임에 분명하다. 시진핑 정부가 추진하는 중국의 도시화는 이미 도시화가 80% 이상 진행된 베이징, 상해 등의 대도시가 아닌 한국의 분당과 같은 위성 신도시 중심의 개발이다. 현재 1%에 불과한 농민공의 주택보유율을 50%로 끌어올리려면 4천만채의 주택 건설이 필요하다. 시진핑 주석은 이 같은 농민의 시민화를 통해 내부 불만을 잠재우고 안정성을 모색하고자 한다. 중국의 분배 문제와 맞물린 도시화 경제는 한국에게 소비재 수출 기회를 제공할 전망이다. 중저가 주택 중심의 도시화 개발이 성숙기에 도달하면서 점차 고가 주택의 수요도 높아질 것으로 예상돼 프리미엄 마켓을 공략하는 LG하우시스에게 주요 시장이 될 것이다.

미국+중국 매출 비중 22% 장기적으로 외형 성장의 중심이 될 것

현재 LG하우시스의 주요 해외시장은 미국과 중국이다. 미국에는 1997년, 중국에는 1996년 진출했으며 현재 생산/판매법인을 가지고 있다. 본사 수출분까지 포함한 중국과 미국의 매출 비중은 각각 11%다(10%는 러시아, 유럽 등으로 해외 매출비중은 총 32%). 작년 미국 현지법인은 투자성 경비로 영업적자를 기록했으나 올해 미국 법인 흑전으로 중국과 미국 비즈니스의 영업이익 기여도는 전사의 17%까지 상승할 전망이다. 우리는 장기적으로 LG하우시스의 외형 성장이 국내보다 해외에서 이뤄질 것으로 판단한다.

<표 11> LG하우시스의 해외 법인 투자 현황 (단위: 십억원)

	지역	기투자액
엔지니어드 스톤 생산설비	미국	45
중국 우시 법인	중국	58
중국 천진법인 증설	중국	22

자료: LG하우시스 사업보고서

<표 12> LG하우시스의 해외 매출/영업이익 요약 (단위: 십억원)

		2010	2011	2012P	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
매출	중국	253	308	273	310	350	380	420	420
	미국	253	290	279	320	352	380	411	443
매출 기여도		22.6%	24.4%	22.5%	24.5%	26.1%	26.8%	28.2%	28.2%
영업이익	중국	14	16	3	9	13	13	15	15
	미국	2	6	(6)	6	8	9	11	16
영업이익 기여도		27.0%	30.8%	-5.3%	17.0%	20.7%	17.7%	18.3%	19.8%

주: 중국은 본사 수출분 포함
자료: LG하우시스

2. 미국법인, 1분기부터 흑자전환 기대

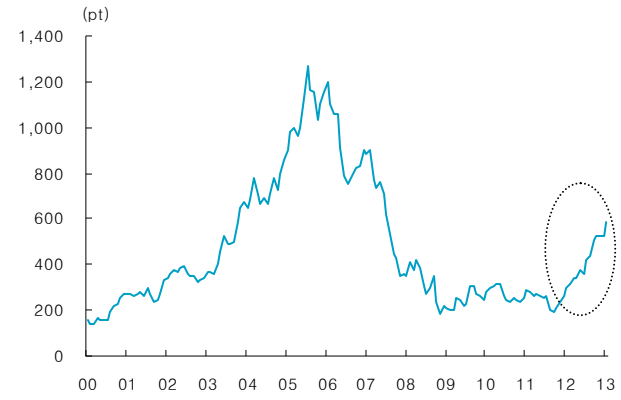
미국 주택시장 회복으로 건설 및 주택관련 업체 주가 동반 상승세

2011년부터 미국 주택시장 회복세가 이어지며 미국 건설 및 주택관련 업체들의 주가도 상승세다. 2012년 하반기 이후 home building과 construction materials 섹터의 주가 지수는 S&P500 지수를 50%p 이상 outperform했다[그림20 참조]. 작년 4분기 미국 경제는 태풍 샌디와 재정절벽 리스크로 성장세가 정체됐지만 오히려 주거용 투자 증가세는 확대됐다. 주택거래 증가, 1990년대 수준으로 낮아진 재고부담, 주택경기에 선행성을 띠는 주택업체들의 체감 경기 개선[7], 건축허가 건수 증가 등은 향후에도 미국 주택 투자가 지속적으로 늘어날 수 있음을 시사한다.

10년만에 가장 우호적인 수급 여건

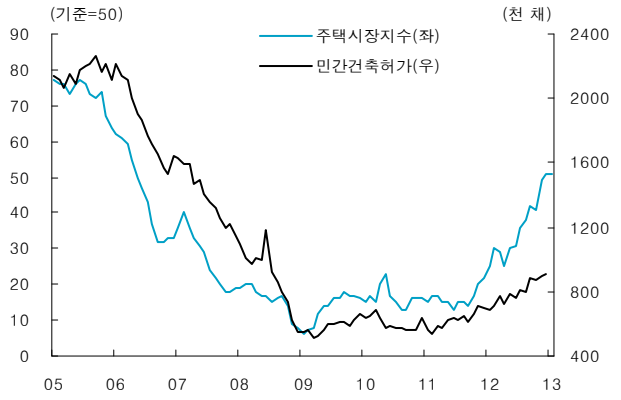
작년 12월 민간 건축허가 건수는 전년 동기 대비 30%나 늘었다[그림21 참조]. 당사 경제팀은 올해 미국 경기에서 가장 큰 리스크는 재정지출 자동 감축 및 연방정부 부채 상한 한도 등 재정적 불확실성이지만 주택경기가 부정적 영향을 받을 가능성은 낮다고 판단하고 있다. 가장 큰 근거는 수급여건이 거의 10년만에 가장 우호적이라는 점이다. 이는 1) 고용 호조에 힘입은 독립가구를 비롯한 신생가구 증가, 2) 임대수요 증가와 임차료 상승으로 소비자들의 주택 구입 유인 증가, 3) 압류매물 소진(금융기관에 압류된 잠재 매물 물량은 고점 대비 32% 감소)에 따른 재고 부담 완화 등에 기인한다.

[그림 20] S&P 500 home building index



자료: Bloomberg

[그림 21] 미국 주택시장 지수와 민간건축허가 건수



자료: Bloomberg

미국을 공략한 LG하우시스의 미국 실적 개선, 올해부터 본격화

미국을 꾸준히 공략해 온 LG하우시스의 실적 개선이 올해부터 본격화된다. LG하우시스는 인조대리석 시장에서 경도가 뛰어난 '엔지니어드 스톤'(이하 e스톤)을 중심으로 세계 점유율 2위(1위는 듀퐁)다. 미국은 세계 최대의 e-스톤 소비 시장이다. 높은 점유율의 요인은 1) 작년 미국 애틀란타 현지에 e-스톤 생산설비를 직접 건설(450억원 투자), 완공했으며 2) 09년 홈디포와 판매계약을 맺고 작년 말 미국 전역 1,900개 매장에 입점 완료한 점 등이다. 기존에 사용했던 유통망은 미국 '로우스'와 기타 영세 유통망이었다.

홈디포 입점은 과거 LG전자의 사례에서 보듯 미국 M/S를 늘리는데 결정적 역할을 할 것

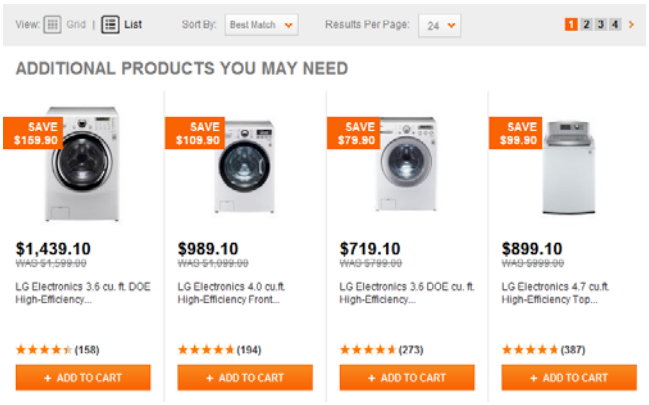
LG하우시스의 홈디포 입점은 미국 M/S를 늘림으로써 장기적으로 외형 성장의 주요 드라이버가 될 것이라는 점에서 의미가 크다. 이는 LG전자의 성공 사례와 유사할 것으로 전망한다. LG전자는 2003년 베스트바이 입점으로 북미 시장에 첫 진출했으며 2005년 홈디포에 입점함으로써 북미 양대 가전 유통시장 평정의 발판을 마련했다. 홈디포 진출 1.5년만에 점유율 50%를 돌파했으며 트롬 세탁기는 북미 시장 진출 4년 만에 주요 가전 유통시장을 석권했다. LG하우시스 역시 지난 3년간 미국 판매망 구축과 안정적 생산 기반 마련 등 투자에 집중했다면 이제는 회수할 시기다.

[7] 주택건설업체를 대상으로 한 서베이 지표인 주택시장 지수는 4년만에 처음으로 기준선인 50에 근접

[그림 22] 라스베가스 홈디포 매장에서 LG전자 트롬세탁기를 보는 고객들

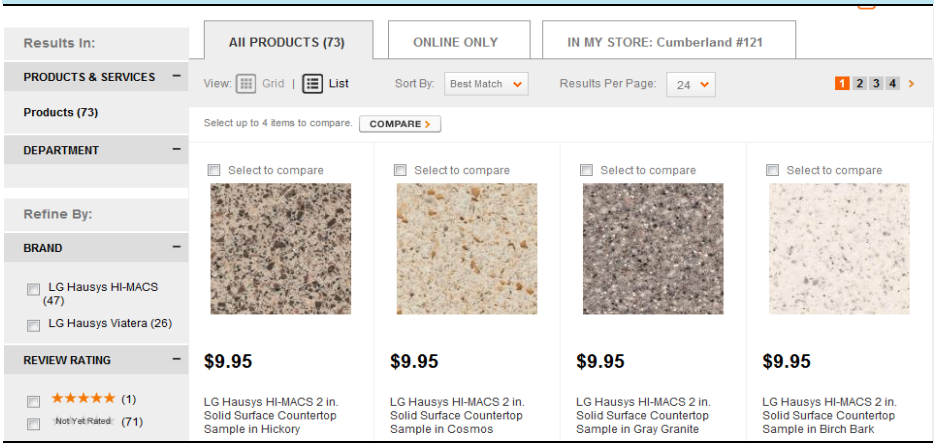
자료: Google

[그림 23] Home depot 웹사이트의 LG전자 세탁기



자료: Homedepot.com

[그림 24] Home depot 웹사이트의 LG Hausys 제품 (인조 대리석 '하이막스')



자료: Homedepot.com

마케팅 비용이 최대였던 작년 영업적자 기록, 올해는 1분기부터 흑전 전망

작년은 홈디포 입점을 위한 마케팅 비용이 최대였던 시기로 60억원의 영업적자를 기록했다. 2011년 부진한 경기 상황에서도 2.1%의 영업이익률을 시현했음을 감안하면 홈디포 효과를 배제해도 올해 1.9%의 영업이익률 달성은 무난해 보인다. 우리는 1분기부터 흑자전환을 예상한다. 장기적으로 M/S 확대와 우호적인 주택경기를 반영해 2% 초중반의 영업이익률은 유지 가능할 것이다. 참고로 금융위기 이전인 2008~2009년에는 4~5%대의 영업이익률을 시현했던 것으로 파악된다.

<표 13> LG하우시스의 미국법인 실적 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
매출	253	290	279	320	352	380	411
영업이익	2	6	(6)	6	8	9	11
영업이익률	0.8%	2.1%	-2.2%	1.9%	2.2%	2.4%	2.6%

자료: 한국투자증권

3. 중국법인, 장기적으로 프리미엄 마켓 점유율 확대 기대

1996년부터 천진을 시작으로 중국 진출, 하이엔드급 건자재 시장 공략 외국계 창호기업 중 M/S 1위

LG하우시스의 중국 매출은 본사 수출과 현지 생산법인에서 발생하며 전사 매출의 11%를 차지한다. LG화학 분사 이전인 1996년 천진에 진출했으며 중국 매출의 60%는 건자재, 40%는 고기능 소재에서 발생한다. 가장 마진이 높은 상품은 고광택 시트로 high single의 영업이익률을 유지하며 자동차 원단 역시 전사 수익성을 상회한다. 국내 자동차 원단 시장 M/S 1위로 2011년에는 천진 공장에 원단 공장을 증설(300억원 투자)하기도 했다. 건자재는 일반적으로 흰색 PVC 창호를 사용하는 한국과 달리 붉은색 등 다양한 색상의 PVC를 독자 개발해 생산하는 등 현지화 노력에 집중했다. 그 결과 중국 내 하이엔드 급 건자재로 자리잡으며 외국계 창호기업 중 M/S 1위를 기록하고 있다.

작년 '우시' 공장의 투자성 경비 지출로 실적 저조, 올해 중국 영업이익률 2.7% 전망

중국에는 '천진'과 '우시' 생산판매 법인을 보유하고 있다. '천진' 공장의 capacity는 연매출 2천억원, 작년 11월 준공된 우시 공장은 연매출 500억원 수준이다. 작년까지 건자재 위주의 라인 증설을 완료했으며 향후 고기능소재로 투자를 확대할 계획이다. 2011년 5.2%의 고마진을 유지하던 중국 법인의 영업이익률이 2012년 1.2%로 급락한 것은 아직 가동률이 낮아 투자성 경비 부담이 큰 '우시'공장 영향이 큰 것으로 판단된다. 올해 현지법인을 포함한 중국 비즈니스의 영업이익은 90억원으로 영업이익률 2.7%로 전망한다[15p. 표 12 참조].

잠재적으로 중국 도시개발 후 프리미엄 건자재 시장의 M/S 확대는 업사이드 요인

가장 마진이 좋았던 고광택시트의 매출은 2010~2011년 1천억원 이상을 유지했으나 향후 700억원대로 하향 안정화될 전망이다. 따라서 중국 법인은 과거 누렸던 5% 후반대의 영업이익률을 달성하기는 어려울 전망이다. 그러나 장기적으로 3~4%대의 영업이익률이 가능하다고 판단하는 upside 요인은 중국의 프리미엄 건자재 시장의 M/S 확대 가능성이다. LG하우시스의 건자재 제품은 하이엔드 급이다. 따라서 저가주택 위주로 지어질 이번 신도시 개발과 중국 정부의 부동산 가격 억제책을 감안하면 단기간 내 중국 건자재 매출의 빠른 성장은 쉽지 않다.

도시개발이 성숙기에 이르고 중국인의 소득이 높아질수록 고가주택의 수요는 높아질 것

그럼에도 지난 2월, 상해 동방명주 타워의 전망대에 인조대리석 '하이막스'가 시공됐다. 세계적 관광명소에 LG하우시스의 제품이 사용되면서 중국 프리미엄 마켓에서의 인지도를 높이고 있다. 도시화 개발이 성숙기에 이르고 중국인의 소득이 높아질수록 고가 주택에 대한 수요 역시 높아질 것이다. 이 경우 LG하우시스의 중국 건자재 손익 개선은 장기적으로 충분히 기대 가능하다.

[그림 25] 중국 동방명주에 전시된 LG하우시스 제품 '하이막스'

자료: LG하우시스

<표 14> LG하우시스의 중국법인 실적

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012P	2013F	2014F	2015F
매출	126	154	137	155	175	190
영업이익	7	8	2	4	6	7
영업이익률	5.7%	5.2%	1.2%	2.7%	3.6%	3.4%
천진 매출	126	154	137	125	115	140
우시 매출	-	-	-	30	40	50

자료: LG하우시스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

2009년 LG화학의 산업재 사업부문이 분할하며 설립된 국내 최대 규모의 건축 장식재 기업. 1958년 비닐장판 생산을 시작으로 한국 최초의 플라스틱 창호인 하이샤시, 세계 시장점유율 1위의 고광택시트, 인테리어 대리석 하이막스 등을 생산. IT, 친환경 신소재 등 고마진 사업에도 진출하여 안정적인 성장 기반을 마련, 2011년 매출 2.5조를 달성하였으며 미국, 중국, 러시아 등 해외에도 활발히 진출하고 있음

■ 용어해설

- 로이유리: 유리 표면에 금속 또는 금속산화물을 얇게 코팅하여 열의 이동을 최소화시켜 주는 에너지 절약형 유리. 로이(Low-E)는 낮은 방사율을 뜻 함
- 복층유리: 최소 두장의 판유리를 이용하여 건조한 공기층을 갖도록 만들어졌으며 창문을 빠져 나가는 열에너지의 양을 줄여주어 단열, 이슬 맺힘 방지 및 소음차단 효과
- PSA: Pressure Sensitive Adhesive의 약자. 모바일, 디스플레이, 자동차, 반도체 등 다양한 산업에 적용되는 고기능 점착 필름
- PVC: Polyvinyl Chloride의 약자로 폴리염화비닐, 염화비닐수지라고도 불림. 염화비닐을 주성분으로 하는 플라스틱으로 필름, 시트, 성형품, 등 광범위한 제품의 원재료로 쓰임
- 프탈레이트: 플라스틱, 특히 PVC를 부드럽게 하기 위해 사용되는 첨가제로 화장품, 장난감, 세제 등 각종 PVC제품이나 바닥재에 광범위하게 쓰임

재무상태표 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
유동자산	810	1,127	1,122	1,117	1,143
현금성자산	195	329	343	360	377
매출채권및기타채권	387	472	473	437	431
재고자산	148	207	208	218	228
비유동자산	709	816	843	877	880
투자자산	2	8	2	2	2
유형자산	636	725	775	805	805
무형자산	25	30	30	31	33
자산총계	1,520	1,942	1,966	1,994	2,023
유동부채	596	893	850	866	878
매입채무및기타채무	369	400	368	385	404
단기차입금및단기사채	216	315	265	232	196
유동성장기부채	0	150	180	213	245
비유동부채	228	328	378	343	304
사채	210	259	309	299	269
장기차입금및금융부채	1	54	54	29	19
부채총계	824	1,220	1,227	1,209	1,182
지배주주지분	688	721	738	784	841
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	618	618	618	618	618
자본조정	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	44	72	92	142	202
비지배주주지분	8	1	1	0	0
자본총계	696	722	738	785	841

손익계산서 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
매출액	2,242	2,445	2,451	2,570	2,691
매출원가	1,790	1,961	1,952	2,053	2,141
매출총이익	452	484	499	517	550
판매관리비	392	418	442	432	452
영업이익	60	67	57	85	98
금융수익	12	12	13	14	14
이자수익	9	7	8	9	9
금융비용	18	23	24	22	23
이자비용	16	19	24	22	23
기타영업외손익	2	4	6	2	2
관계기업관련손익	0	(1)	0	0	0
세전계속사업이익	56	60	52	79	92
법인세비용	14	12	23	19	22
연결당기순이익	40	46	29	60	69
지배주주지분순이익	41	47	29	60	70
기타포괄이익	(7)	(3)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	33	43	26	57	66
지배주주지분포괄이익	33	43	26	57	66
EBITDA	127	138	134	169	186

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
영업활동현금흐름	101	6	109	184	169
당기순이익	40	46	29	60	69
유형자산감가상각비	64	69	74	80	85
무형자산상각비	3	3	3	3	3
자산부채변동	(18)	(134)	2	40	10
기타	12	22	1	1	2
투자활동현금흐름	(204)	(205)	(114)	(122)	(97)
유형자산투자	(186)	(224)	(124)	(110)	(85)
유형자산매각	19	24	0	0	0
투자자산순증	(37)	(24)	3	(3)	(3)
무형자산순증	(2)	(3)	(3)	(5)	(5)
기타	2	22	10	(4)	(4)
재무활동현금흐름	75	334	20	(45)	(54)
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	80	344	30	(35)	(44)
배당금지급	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	(1)	0	0	0
현금의증가	(27)	134	14	17	17

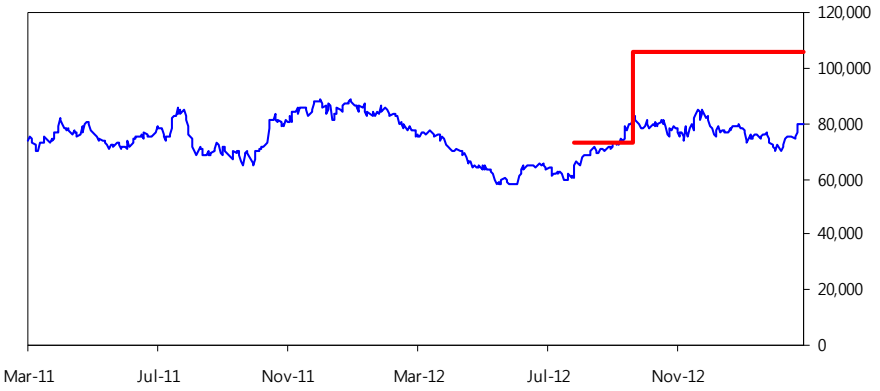
주요 투자지표

	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	4,084	4,659	2,942	6,025	6,984
BPS	69,029	72,346	73,955	78,640	84,282
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	34.9	9.1	0.2	4.9	4.7
영업이익증가율	(10.2)	10.7	(15.0)	50.7	14.7
순이익증가율	78.3	14.1	(36.8)	104.6	15.9
EPS증가율	78.4	14.1	(36.9)	104.8	15.9
EBITDA증가율	8.3	8.9	(3.2)	26.1	10.5
수익성(%)					
영업이익률	2.7	2.7	2.3	3.3	3.6
순이익률	1.8	1.9	1.2	2.3	2.6
EBITDA Margin	5.7	5.7	5.5	6.6	6.9
ROA	2.7	2.7	1.5	3.0	3.5
ROE	6.0	6.6	4.0	7.9	8.6
배당수익률	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
안정성					
순차입금(십억원)	172	374	391	336	271
차입금/자본총계비율(%)	61.4	107.7	109.4	98.5	86.6
Valuation(X)					
PER	21.4	18.7	26.9	13.2	11.4
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.8	8.5	8.4	6.3	5.4

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
LG 하우시스(108670)	2012.08.01	매수	73,000 원
	2012.09.26	매수	106,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 3월 6일 현재 LG하우시스 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 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 현 주가 대비 −15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

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

- 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 돕기 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.