

건자재

비중확대

종목	투자의견	목표주가
LG하우시스	매수	161,000원
KCC	매수	515,000원

3Q preview: 성수기 이후에도 안정적 성장세 지속

상반기 강한 턴어라운드를 보여준 건자재, 하반기도 이익 성장세 지속 전망

건자재는 장마와 추석 연휴로 통상 3분기는 2분기 대비 이익이 둔화된다. 그럼에도 올해부터 턴어라운드가 시작돼 하반기에도 이익 고성장 트렌드가 이어질 전망이다. 우리가 커버하는 LG하우시스와 KCC의 3분기 실적은 컨센서스에 부합하거나 소폭 상회할 것으로 예상된다.

▶ LG하우시스: 작년 3분기, PSA가 BEP를 넘어서며 턴어라운드가 시작됐다. 따라서 상반기 보여줬던 전년 대비 3~4배의 성장은 아니지만 B2C 매출비중 상승으로 하반기에도 43~55%YoY의 고성장이 예상된다. 작년 40%였던 B2C 비중이 올해는 45%까지 도달할 전망이다. 사측은 3분기 약 70억원의 마케팅 비용을 집행할 전망이다. 2분기와 유사한 펀더멘털이나 예상보다 빠른 B2C 시장 확대에 대응하기 위한 투자로 3분기 영업이익은 380억원(57%YoY)로 추정한다. 투자 효과에 따라 내년 영업이익 추정치인 1,520억원에 upside가 있다.

따라서 상반기 대비 다소 slow할 3분기 실적 시즌이 오히려 좋은 매수기회다. 2014년 PER은 11배로 목표주가는 KOSPI에 35%의 할증을 부여한 13.5배를 적용했다. 우리는 LG하우시스가 자국 시장 대비 40%의 할증을 받는 미국 '홈디포'와 유사한 성장 궤적을 그릴 것으로 전망한다. 분사 후 이익 가시성이 가장 높은 현재 PBR은 1.5배이며 역사적 고점은 2.0배다.

▶ KCC: 3분기 영업이익 760억원(47%YoY)로 전망한다. 전년 하반기, 조선과 주택시장의 침체가 정점이었기에 하반기 턴어라운드가 이어질 전망이다. 작년 1분기 현대중공업 주식 매각차익(7,760억원)이 계상된 이후 하반기 엔화부채 환산손실, 폴리실리콘 손상차손 등으로 불안정한 영업외손익 트렌드를 보였다. 올 3분기는 아직 특이한 비용 이슈가 없다. 4분기에는 폴리실리콘 'KAM'의 마지막 스크랩 가능성(상각시 영업외비용 450억원 전망)이 있지만 수원 부지 매각이 이뤄질 전망이어서 상쇄될 것이다. 현재 PBR은 0.9배이나 수원부지 가치를 감안한 수정 PBR은 0.8배다. SOTP 방식으로 산출한 목표주가 도달시 PBR은 1배다. 폴리실리콘 리스크가 거의 해소된 현 시점, 장부가의 추가적 할인 가능성은 낮다고 판단한다.

에너지 절감 건자재 수요 확대로 ASP 상승은 구조적 현상

건자재 업종의 특징은 아직 전방산업 부진으로 Q(물량)은 부진한 반면, P(단가) 상승이 실적 개선을 견인했다는 점이다. 2012년 7월, '에너지 효율등급제' 등, 고기능 건자재 사용을 의무화하는 규제가 강화되고 있다. 이에 따른 ASP 상승과 바닥을 통과하는 주택시장 영향으로 레버리지 효과는 더욱 커질 전망이다. 우리는 지난 주말, 서울 시내 LG하우시스 직영점을 방문했는데 대부분 1등급 로이유리 창호로 품목 구성이 변화하고 있었다. 추석 후 이사철과 겨울로 접어드는 계절적 요인으로 이 같은 고기능 창호에 대한 선호도는 더욱 커지고 있었다.

부동산 정책 효과까지 맞물려 3분기 실적 시즌에는 건자재가 건설업보다 투자 유망

취득세 영구인하가 시행되기 전이라 불리했던 정책 환경 속에서도 8월 주택 거래량은 전월 대비 23% 증가해 4/1 대책 당시보다 주택 시장 정상화 속도는 빨라지는 분위기다. 9월 27일 기준으로 가집계한 9월 서울 주택거래량은 추석연휴에도 불구하고, 21% 증가했다. 10~11월 주택거래량의 큰 폭 개선을 기대할 수 있는 상황이다. 하반기에도 일부 기업의 영업적자가 불가피한 건설업 대비, 건자재 업종의 수익구조나 전방산업의 개선속도가 훨씬 빠르다는 점을 감안해야 한다. 따라서 특히 3분기 실적 시즌에는 건자재 업종의 긍정적 접근을 권유한다. 건설업은 실적 가시성이 높은 대립산업과 현대건설에 압축된 투자 전략을 유지한다.

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

〈표 1〉 건자재 업종 3Q Preview

(단위: 십억원)

	3Q12	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F	YoY(%)	3Q 컨센서스	Diff. (%)	2012
	1)		2)			2)/1)	3)	2)/3)	
LG 하우시스 매출	638	699	681	646	2,615	6.9	692	(1.6)	2,450
영업이익	24	46	38	20	128	55.0	38	0.7	57
영업이익률	3.8%	6.6%	5.5%	3.2%	4.9%	1.7pt	5.4%	0.1pt	2.3%
세전이익	22	45	37	20	119	67.4	44	(15.6)	52
순이익	17	34	28	14	90	63.5	34	(16.4)	29
KCC 매출	796	864	792	875	3,248	(0.6)	828	(4.3)	3,246
영업이익	51	73	76	55	261	46.8	68	10.6	199
영업이익률	6.5%	8.4%	9.5%	6.3%	8.0%	3.1pt	8.3%	1.3pt	6.1%
세전이익	31	7	70	36	366	124.6	69	1.1	627
순이익	20	4	53	25	276	157.5	52	0.6	446

자료: 각사, Fnguide, 한국투자증권

〈표 2〉 LG하우시스 분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F	2014F	2015F
전사	매출	558	641	638	613	2,450	589	699	681	646	2,615	2,945	3,237
	영업이익	4	15	24	14	57	24	46	38	20	128	152	172
	영업이익률	0.7	2.3	3.8	2.3	2.3	4.1	6.6	5.5	3.2	4.9	5.2	5.3
	세전이익	4	27	22	0	52	17	45	37	20	119	146	169
	순이익	2	19	17	(9)	29	13	34	28	14	90	111	128
1. 창호	매출	127	171	179	167	644	132	190	187	159	667	743	812
	영업이익	(6)	2	6	2	3	0	9	6	1	15	20	28
	영업이익률	(4.7)	0.9	3.2	1.1	0.5	0.2	4.6	3.1	0.4	2.3	2.8	3.5
2. 인테리어	매출	196	215	201	186	798	181	216	211	204	812	932	1,038
	영업이익	3	7	6	(3)	12	4	13	12	0	30	38	41
	영업이익률	1.4	3.3	2.7	(1.8)	1.5	2.4	6.2	3.3	0.2	3.7	4.1	3.9
(미국법인)	매출	63	76	71	69	279	73	89	81	77	320	352	380
	영업이익	(2)	0	(1)	(3)	(6)	3	5	3	1	12	15	15
	영업이익률	(3.5)	0.1	(1.7)	(4.2)	(2.2)	3.6	5.3	3.8	1.6	3.6	4.1	3.9
3. 고기능 소재	매출	235	250	250	262	997	272	286	283	295	1,136	1,269	1,387
	영업이익	8	12	16	15	51	23	27	20	13	83	94	103
	영업이익률	3.6	4.7	6.3	5.9	5.1	8.3	9.5	7.0	4.5	7.3	7.4	7.4

자료: LG하우시스, 한국투자증권

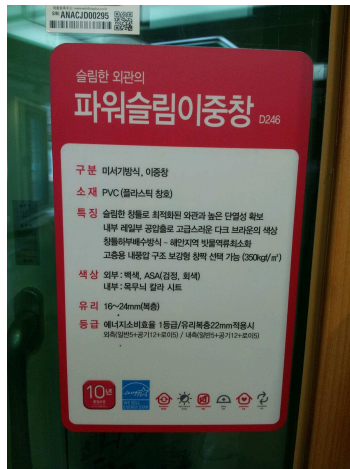
〈표 3〉 KCC 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F	2014F	2015F
총 매출	769	864	796	817	3,246	715	866	792	875	3,248	3,517	3,835
도료	399	495	440	428	1,762	372	457	472	468	1,769	1,875	2,068
건자재	258	266	253	290	1,067	252	300	260	307	1,120	1,308	1,467
기타	112	103	103	99	418	91	109	59	101	360	334	300
영업이익	55	73	51	20	199	45	85	76	55	261	311	347
도료	49	70	55	33	207	39	67	66	56	226	256	278
건자재	14	13	38	12	77	8	25	30	19	83	97	113
기타	(9)	(11)	(41)	(25)	(85)	(2)	(7)	(20)	(20)	(49)	(41)	(45)
영업이익률	7.1%	8.4%	6.5%	2.4%	6.1%	6.3%	9.8%	9.5%	6.3%	8.0%	8.9%	9.0%
세전이익	765	7	31	(176)	627	179	82	70	36	366	301	341
순이익	579	4	20	(157)	446	139	60	53	25	276	227	258

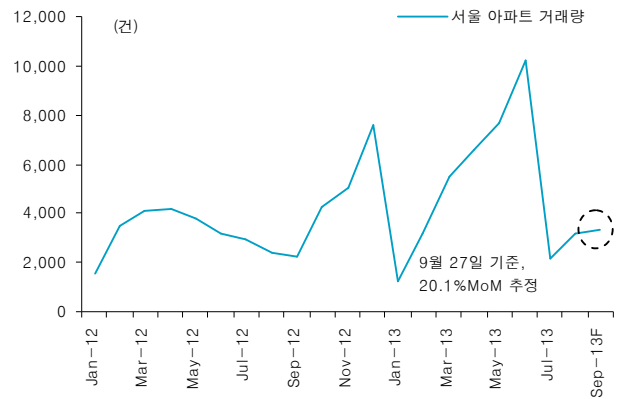
자료: KCC, 한국투자증권

[그림 1] LG하우시스 '윈도우 플러스' 직영 매장, 대부분 1등급 창호



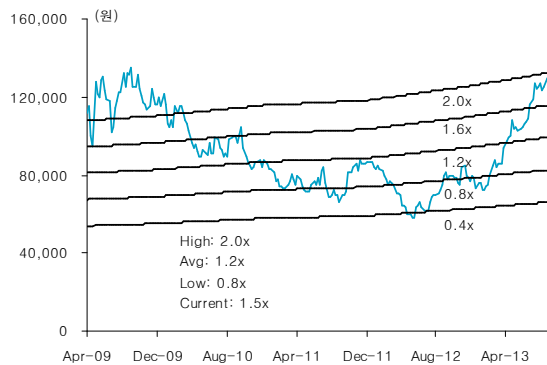
자료: LG하우시스 '윈도우 플러스' 목동점, 한국투자증권

[그림 2] 서울 아파트 거래량



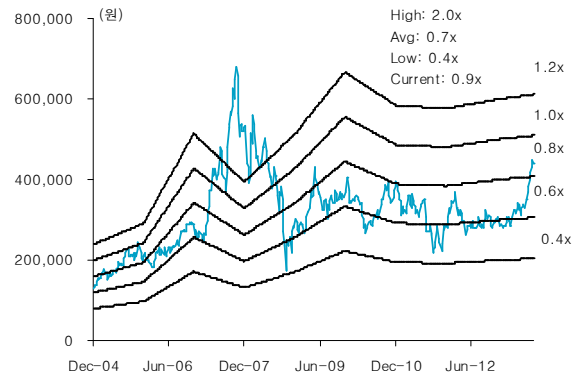
자료: 국토해양부

[그림 3] LG하우시스 PBR 밴드 - 분사 후 이익 가시성이 가장 높은 시점



자료: LG하우시스, 한국투자증권

[그림 4] KCC PBR 밴드



자료: KCC, 한국투자증권

<표 4> KCC 목표주가 산출

(단위:십억원)

항목	가치	비고
1. 영업가치	2,798	
NOPLAT	295	12개월 forward 기준
목표배수	9.5	KOSPI PER
2. 투자자산	1,707	
A. 범현대가 주식	502	
1) 현대중공업	387	최근 3개월 증가 평균에 매각시 세금효과 적용
2) 현대차	115	
3) 현대산업	-	제외, 장부가 320억원
4) 현대상선	-	제외, 장부가 160억원
5) 현대상사	-	제외, 장부가 400억원
B. 지분법투자주식	320	
C. 비상장주식- 에버랜드	886	장부가 기준
3. 수원 부지	1,300	172,000m², 3.3m²당 1,800~3천억원 가점
4. 순차입금	381	2013F 기준
5. 기업가치 1)+2)+3)-4)	5,425	
목표주가 4./5.	515,000	

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)
LG하우시스 (108670)	투자의견	매수	2011A	2,445	71	47	4,659	72,346	18.7	1.2	6.6	8.2
	목표주가(원)	161,000	2012A	2,451	57	29	2,898	72,300	27.3	1.1	4.0	8.1
	현재가(9/27, 원)	128,500	2013F	2,615	128	92	9,199	78,515	14.0	1.6	12.2	7.2
	시가총액(십억원)	1,152	2014F	2,945	152	112	11,261	86,788	11.4	1.5	13.6	6.1
			2015F	3,237	172	130	13,045	96,842	9.9	1.3	14.2	5.2
KCC (002380)	투자의견	매수	2011A	3,371	123	326	33,253	486,417	8.6	0.6	6.0	9.2
	목표주가(원)	515,000	2012A	3,246	199	445	45,384	480,284	6.5	0.6	9.0	9.6
	현재가(9/27, 원)	450,500	2013F	3,248	261	275	28,104	499,006	16.0	0.9	5.5	10.7
	시가총액(십억원)	4,739	2014F	3,517	311	226	23,116	513,084	19.5	0.9	4.4	9.0
			2015F	3,835	347	257	26,195	530,028	17.2	0.8	4.8	8.0

자료: 각사, 한국투자증권

용어해설

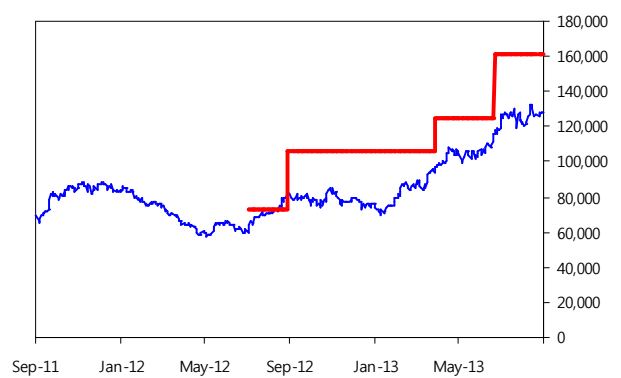
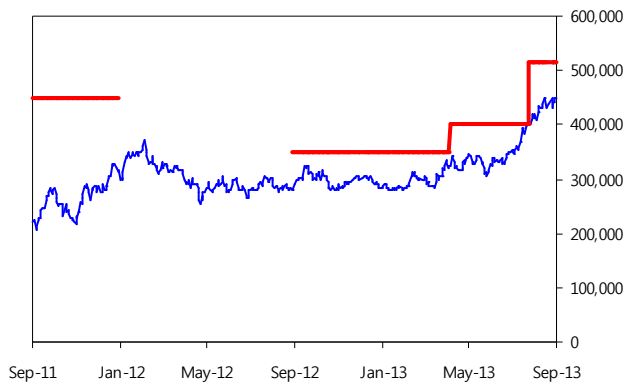
- 에너지 효율 등급제: 소비자들이 효율이 높은 에너지절약형 제품을 손쉽게 선택하고 구입할 수 있도록 제품의 에너지 소비효율 또는 에너지 사용량에 따라 1~5등급으로 구분하여 표시하는 등급제
- 로이유리: 유리 표면에 금속 또는 금속산화물을 얇게 코팅하여 열의 이동을 최소화시켜주는 에너지 절약형 유리. 로이(Low-E)는 낮은 방사율을 뜻 함
- PSA: Pressure sensitive adhesive. 반도체와 의료용 기기, 모바일 기기 등에 사용되는 필름사이 접착제

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KCC(002380)	2012.01.27	NA	-	LG하우시스(108670)	2012.08.01	매수	73,000원
	2012.09.26	매수	348,000원		2012.09.26	매수	106,000원
	2013.05.05	매수	401,000원		2013.04.26	매수	125,000원
	2013.08.22	매수	515,000원		2013.07.22	매수	161,000원

KCC(002380)

LG하우시스(108670)



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 9월 29일 현재 KCC, 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 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 투자 의견은 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
- 중립 : 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.