

매수(유지)

목표주가: 140,000원(유지)

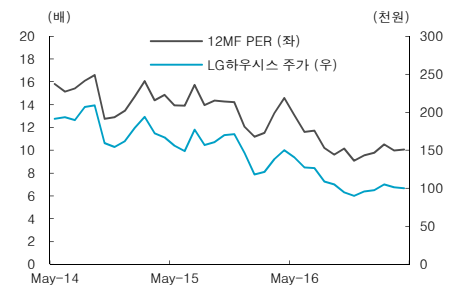
Stock Data

KOSPI(4/28)	2,205
주가(4/28)	100,000
시가총액(십억원)	897
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	150,000/87,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,061
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.2/13.9
주요주주(%)	LG 외 1 인 33.6
	국민연금 14.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.2)	0.5	(32.7)
상대주가(%)	(7.2)	(8.7)	(42.9)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

세계로 뻗어가는 LG하우시스

한국에서 미국으로, 세계로

올해부터 LG하우시스가 내수 업체에서 수출주로 전환될 것이다. 작년 하반기 미국 엔지니어스톤(e스톤)과 자동차원단 공장 증설을 완료해 현재 가동률이 e스톤 1,2호 라인 80%, 원단은 50%까지 상승했다. 더불어 최근 미국에서는 카펫트 수요가 PVC바닥재로 점차 전환되며 작년 PVC바닥재 수출이 8천만달러에 달했다. 가격 경쟁이 심한 중국이나 진입이 까다로운 유럽과 달리 미국은 시장이 크고 개방돼 있어 해외전략의 거점이다. 발 빠른 현지투자자로 수출을 포함한 미국 매출은 올해 4,930억원으로 22% 이상 늘어날 전망이다.

PF보드 투자로 에너지 절감 건자재 모두 잡아

LG하우시스는 2015년부터 단열재 규제가 본격화되는 2017년을 겨냥해 PF보드(유기질 불연단열재) 투자를 시작했다. 일본 아사히유기공업과 제휴해 기존 무기질단열재의 성능을 대폭 개선했다. 작년부터 양산하기 시작, 매출규모가 2016년은 340억원에서 2017년 540억원, 증설이 완료되는 2018년 이후에는 연 1천억원에 이를 전망이다. PF보드의 영업이익률은 두 자릿수로 수익성이 높다. 이로써 LG하우시스는 에너지 절감의 핵심 건자재인 창호와 단열재에서 경쟁력을 모두 확보했다.

1위 인테리어 업체, 가혹한 저평가에서 벗어나자

매출의 20%를 차지하는 자동차 사업의 downside risk가 이제 제한적이기에 역사적 최저 밸류에이션에서 매수를 추천한다. 1) 현대기아차 의존도 축소와 GM 등 글로벌 완성차 업체 공략, 2) B2C 위주인 장식재(벽지/바닥재/인조대리석) 시장의 점유율 상승, 3) PF단열재와 미국 공장 증설 등으로 올해 영업이익은 최소 100억원 이상 늘어날 전망이다. 주가와 자동차 인테리어 1위 업체이자 내수시장의 한계를 극복하는 글로벌 기업에 1조원 이하의 시가총액은 싸다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	2,687	2,928	3,118	3,323	3,322
영업이익(십억원)	155	157	167	189	206
세전이익(십억원)	116	115	132	155	174
순이익(십억원)	72	75	99	116	131
EBITDA(십억원)	265	276	291	316	338
순차입금(십억원)	757	721	619	517	422
영업이익률(%)	5.8	5.4	5.3	5.7	6.2
ROE(%)	8.4	8.3	10.1	10.9	11.2
배당수익률(%)	1.2	1.9	1.8	1.8	1.8
EPS(원)	7,188	7,524	9,889	11,635	13,105
(EPS증가율, %)	11.3	4.7	31.4	17.7	12.6
BPS(원)	87,652	93,936	102,009	111,824	123,107
DPS(원)	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
PER(x)	20.4	12.7	10.1	8.6	7.6
PBR(x)	1.7	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(x)	8.2	5.9	5.4	4.6	4.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

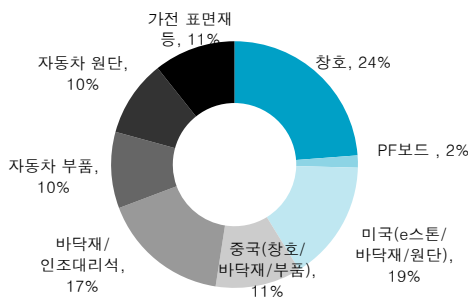
이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126
narae.heo@truefriend.com

매출의 30%는 해외, 65%는 건자재

LG하우시스의 매출은 건축자재 65%, 자동차 부품과 원단, 가전 표면재 등 고기능소재/부품사업 35%로 구성된다. 매출의 30%는 해외에서 발생하며 대부분 건자재다. 즉, 건자재 내수 비중이 40% 내외인 대표적 수출주다. 최근 1) 미국 성과 가시화, 2) 신제품 PF보드의 성공적 안착, 3) 현대기아차 의존도 축소 등으로 이익 안정성이 높아지고 있다. Peer로 다양한 건자재 업체들이 거론되지만 OEM이 아니라 자체 기술력 기반의 제조업체로 제품이 다양해 패키지 영업이 가능하고, 본격적으로 해외로 확장하는 글로벌 기업이라는 점이 차별화 포인트다. 2017F EPS에 mid-cycle 평균 PER 15배를 적용한 목표주가 140,000원을 유지한다.

[그림 1] LG하우시스 제품별 매출 구분 (2017년 예상)



자료: LG하우시스, 한국투자증권

미국은 성장의 중심, 2017년 매출 22% 증가

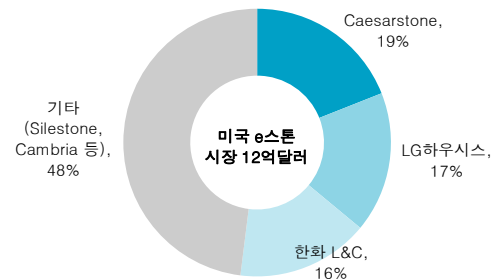
LG하우시스의 2016년 미국 매출은 수출을 포함해 약 5천억원으로 e스톤과 인조대리석(“하이마크”)이 2,500억원, PVC 바닥재가 1천억원으로 추정된다. 미국은 인조대리석보다 석영이 원재료인 e스톤을 선호하는데 글로벌 1위인 듀폰도 e스톤을 제조하지 않아 LG하우시스가 이 시장을 빠르게 장악하고 있다. 작년 10월 e스톤 2호 라인을 가동하기 시작해 현재 1,2호 라인의 가동률은 평균 80%수준이다. 나머지는 신제품 개발에 할애해 실제로는 풀가동 상태다. 증설로 올해 e스톤 매출은 작년에 비해 400억원 늘어날 것이다.

주목할 것은 PVC바닥재의 성장이다. LG하우시스는 2010년부터 미국과 캐나다에 PVC바닥재를 공급하고 있다. 북미에서는 주로 카펫트를 써왔지만 최근 편리함과 위생 문제로 PVC바닥재 보급이 빠르게 늘어 시장 규모가 연 10억달러에 이르고 있다. LG하우시스는 미국 전역에서 활동하는 2만개의 distributor들에게 제품을 공급한다.

작년 5월 자동차 원단 공장을 완공해 현재 가동률은 50% 수준이다. 지금은 주로 현대기아차의 미국 판매를 소화하고 있지만 GM, 포드, 크라이슬러 등 미국 완성차 업체의 비중이 높아질 전망이다. 가동률 80% 가정 시 올해 매출은 400억원이다. 즉 올해 미국 총 매출은 4,930억원으로 22% 이상 증

가할 전망이다. 미국사업은 영업이익률이 두 자릿수로 수익성이 높고 세계시장 공략의 거점이다. 중국은 가격경쟁이 심하고 유럽은 환경과 진입 규제가 까다로운 반면 미국은 개방적이고 투자유치에 우호적이라 선제적으로 투자를 완료한 LG하우시스에 기회요인이다.

[그림 2] 미국 e스톤 시장 점유율 추정



자료: LG하우시스, 한국투자증권

PF보드로 에너지 절감 건자재 라인업 완성

정부는 2015년 건축물 시행령을 개정해 1) 6층 이상 건물은 준불연 이상, 2) 거주인원이 많거나 노약자 사용 시 난연성 자재 의무화(기존에는 30층 이상 건물, 바닥면적 600㎡ 중형 창고에만 적용)를 하며 단열재 규제를 대폭 강화했다. 또한 올 6월부터는 ‘에너지소비 총량제’(3,000㎡이상 업무시설은 인허가시 에너지 기준을 통과해야 함)가 유예기간을 거쳐 드디어 시행된다. LG하우시스는 이를 겨냥, 일본 아사히유기공업과 합작해 국내 최초로 준불연 유기단열재인 PF보드 기술 개발에 나섰다. 매출 규모는 양산을 시작한 작년 340억원, 올해 540억원으로 예상된다. 광명 이케아 매장과 위례 신도시에 이어 올해 마곡의 LG하우시스 사옥에 투입될 예정이다.

<표 1> 단열재 종류별 특징

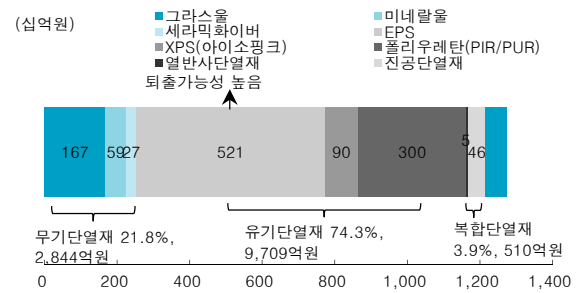
(단위: w/mk, mm)

종류	열전도율	두께	불연성	연소 시 유해가스
PF보드	0.019	50	준불연성	없음
폴리우레탄	0.023	60	자기소화성	유해가스
압축스티로폼	0.027	70	자기소화성	유해가스
스티로폼	0.036	100	자기소화성	유해가스
글라스울	0.036	10	불연성	없음

주: 열전도율과 열관류율은 낮을수록 단열성능이 좋음

자료: 한국석유화학공업협회

[그림 3] 국내 단열재 시장 구분

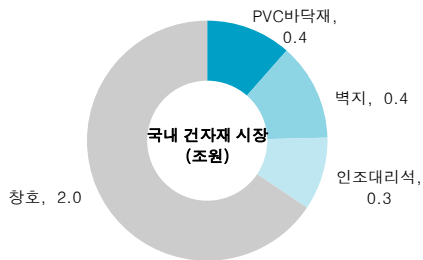


주: 2016년 기준. 자료: 한국석유화학공업협회, 한국투자증권

기존의 불연재인 무기질 단열재 ‘글라스울’, ‘미네랄울’은 단열 성능이 떨어지는데다 내단열재라는 단점이 있다. 내단열재는 성능을 높이려면 두께가 두꺼워진다. PF보드는 불연과 단열 성능을 모두 충족하는 외단열재다. 현재 PF보드 2호 공장 증설에 착수, 2018년 완공 시 매출이 1천억원으로 2배 늘어난다. PF보드의 영업이익률은 두 자릿수로 수익성이 높다. PF보드에 진출해 LG하우시스는 건물 에너지 절감의 핵심인 창호와 단열재 모두 경쟁력을 확보했다.

LG하우시스는 모든 제품에서 압도적으로 국내 1위다. 창호와 벽지는 점유율이 25% 이상이며 PVC바닥재는 50%를 상회한다. 창호는 매출의 40%가 B2C지만 장식재(벽지/바닥재/인조대리석)는 80%가 B2C로 건설경기의 영향이 작다. 지난 1년 동안 PVC 가격이 16% 오르며 원가 부담이 커지자 3월에 B2C 창호 가격을 8% 인상하는 등, 가격전가가 이뤄지고 있다. B2B창호는 착공 시 수주하고 1년 후 매출화돼 가격전가가 느리지만 입주량이 2017년 30%, 2018년 13% 늘어나 판매량 증가에 따른 규모의 경제 효과로 상쇄될 것이다.

[그림 4] 국내 건자재 시장 구분 - LG하우시스는 모든 품목 1위



주: 2016년 기준. 자료: 한국투자증권

중국 및 자동차 사업 리스크는 제한적

자동차 사업은 작년 2분기부터 급격히 악화됐다. 현대기아차의 판매량이 부진했고 경량화 제품 매출은 아직 300억원대다. LG그룹은 LG전자를 중심으로 전 계열사가 전장사업에 집중하고 있다. 그 처음 성과가 GM의 ‘쉐보레볼트EV’에 납품하는 것인데 LG계열사가 EV 제조원가의 절반을 담당하는 것으로 추정된다. LG하우시스 역시 여기에 원단을 공급하기 시작했다.

<표 2> LG하우시스 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출	661	745	720	803	748	789	767	814	2,687	2,928	3,118	3,323
YoY	8.1%	5.8%	3.2%	19.2%	13.1%	6.0%	6.5%	1.5%	-3.8%	9.0%	6.5%	6.6%
1. 건자재	419	493	496	543	506	546	543	571	1,720	1,950	2,166	2,351
2. 소재	231	240	210	242	228	230	210	232	917	923	900	920
3. 기타	11	13	14	18	14	13	14	11	50	56	52	52
영업이익	42	52	36	26	34	52	48	32	155	157	167	189
YoY	39.9%	-6.8%	-22.6%	15.5%	-19.5%	-0.3%	31.7%	24.4%	4.6%	1.1%	6.1%	13.3%
1. 건자재	25	37	35	25	28	43	37	27	93	121	135	147
2. 소재	20	18	4	3	10	12	12	7	72	45	41	52
3. 기타	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(2)	(2)	(10)	(9)	(10)	(10)
영업이익률	6.4%	7.0%	5.0%	3.3%	4.6%	6.6%	6.2%	4.0%	5.8%	5.4%	5.3%	5.7%
1. 건자재	5.9%	7.5%	7.0%	4.6%	5.5%	7.9%	6.9%	4.7%	5.4%	6.2%	6.3%	6.3%
2. 소재	8.7%	7.4%	1.8%	1.2%	4.3%	5.2%	5.8%	3.0%	7.9%	4.8%	4.6%	5.6%
세전이익	31	44	13	21	21	45	41	25	106	115	132	155
순이익	22	32	9	12	13	33	30	23	71	84	99	116

자료: 한국투자증권

최근에는 슬로바키아의 경량화 소재 업체인 c2i 지분 50.1%를 486억원에 인수하며 유럽 완성차업체(폭스바겐, BMW, 재규어)에 침투할 수 있는 기반을 마련했다. 향후 백빔 등에 경량화 소재 납품을 추진하고 있다. 의미 있는 매출이 나오기까지 오랜 시간이 걸리겠지만 적어도 작년 2분기부터 보였던 실적 악화가 확대될 가능성은 낮다. 2016년에는 역대급이었던 현지차 파업 영향도 커 관련 이익이 약 200억원 감소했다.

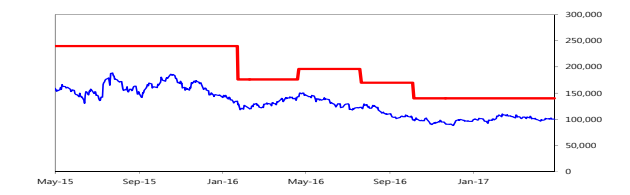
두 번째 리스크는 매출 규모 3,500억원인 중국이다. 천진/우시 생산법인에서 창호와 바닥재를 생산하는데 특히 창호가 부진하다. 중국법인은 2014년 23억원의 순이익을 냈으나 2015년 86억원의 적자로 전환됐고 2016년에는 적자규모가 128억원으로 확대됐다. 최근 시진핑 정부가 비리 척결을 가속화하며 건설사들이 움츠러든 영향도 커 시간이 필요하다.

그간 불안했던 자동차와 중국 손익 리스크는 2016년이 최악이었다. 여기에 CSP(경량화 소재 업체)인수를 위한 컨설팅비 등 영업외적 부담도 컸다. 올해 중국과 자동차 사업이 전혀 개선되지 않는다고 가정해도 다음 증설효과만으로도 영업이익이 100억원 이상 늘어날 것이다. 1) 미국 e스톤에서 50억원, 2) PF보드 30억원, 3) 미국 원단공장 30억원 등이다.

현재 밸류에이션은 2017F PER 10배로 역사적 최저 수준이다. 한샘은 28배, 현대리바트는 12배에서 거래 중이다. 고유의 기술력을 기반으로 해외로 확장하는 1위 인테리어 업체에 대한 평가로는 가혹하다.

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
LG 하우시스(108670)	2015.05.13	매수	240,000 원
	2016.01.26	매수	176,000 원
	2016.04.24	매수	196,000 원
	2016.07.24	매수	170,000 원
	2016.10.09	매수	140,000 원



재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,028	1,051	1,124	1,198	1,197
현금성자산	180	104	111	118	118
매출채권및기타채권	531	651	624	665	664
재고자산	267	269	286	305	305
비유동자산	1,224	1,234	1,265	1,295	1,346
투자자산	7	9	11	12	12
유형자산	1,110	1,113	1,135	1,156	1,208
무형자산	41	42	45	48	48
자산총계	2,252	2,286	2,389	2,493	2,544
유동부채	712	804	929	1,038	1,080
매입채무및기타채무	351	425	468	532	565
단기차입금및단기사채	211	191	186	181	176
유동성장기부채	104	123	138	153	168
비유동부채	662	545	442	339	234
사채	548	449	349	250	150
장기차입금및금융부채	83	73	68	63	58
부채총계	1,374	1,349	1,371	1,377	1,315
지배주주지분	875	937	1,018	1,116	1,229
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	618	616	616	616	616
기타자본	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	227	293	373	471	584
비지배주주지분	3	0	0	0	0
자본총계	878	937	1,018	1,116	1,229

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	93	152	271	274	295
당기순이익	71	75	99	116	131
유형자산감가상각비	104	113	118	120	125
무형자산상각비	5	6	6	6	6
자산부채변동	(147)	(83)	48	30	33
기타	60	41	0	2	0
투자활동현금흐름	(231)	(89)	(152)	(154)	(182)
유형자산투자	(249)	(191)	(152)	(154)	(189)
유형자산매각	12	12	12	12	12
투자자산순증	(1)	(2)	(2)	(1)	1
무형자산순증	(4)	(4)	(9)	(9)	(6)
기타	11	96	(1)	(2)	0
재무활동현금흐름	195	(140)	(113)	(113)	(113)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	213	(118)	(95)	(95)	(95)
배당금지급	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
기타	0	(4)	0	0	0
기타현금흐름	(5)	1	0	0	0
현금의증가	52	(76)	7	7	(0)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,687	2,928	3,118	3,323	3,322
매출원가	1,947	2,133	2,417	2,575	2,574
매출총이익	740	795	702	748	747
판매관리비	584	638	535	559	541
영업이익	155	157	167	189	206
금융수익	7	6	5	6	2
이자수익	3	3	5	6	2
금융비용	34	33	25	25	18
이자비용	24	26	25	25	18
기타영업외손익	(11)	(15)	(15)	(15)	(17)
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	1
세전계속사업이익	116	115	132	155	174
법인세비용	27	35	33	39	44
연결당기순이익	71	75	99	116	131
지배주주지분순이익	72	75	99	116	131
기타포괄이익	(6)	7	0	0	0
총포괄이익	66	82	99	116	131
지배주주지분포괄이익	66	83	99	116	131
EBITDA	265	276	291	316	338

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,188	7,524	9,889	11,635	13,105
BPS	87,652	93,936	102,009	111,824	123,107
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
성장성(% YoY)					
매출증가율	(3.8)	9.0	6.5	6.6	(0.0)
영업이익증가율	4.6	1.1	6.2	13.3	9.2
순이익증가율	11.3	4.7	31.4	17.7	12.6
EPS증가율	11.3	4.7	31.4	17.7	12.6
EBITDA증가율	7.3	4.3	5.3	8.6	6.9
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.4	5.3	5.7	6.2
순이익률	2.7	2.6	3.2	3.5	3.9
EBITDA Margin	9.8	9.4	9.3	9.5	10.2
ROA	3.3	3.3	4.2	4.8	5.2
ROE	8.4	8.3	10.1	10.9	11.2
배당수익률	1.2	1.9	1.8	1.8	1.8
배당성향	25.1	24.0	18.2	15.5	13.8
안정성					
순차입금(십억원)	757	721	619	517	422
차입금/자본총계비율(%)	107.9	89.0	72.7	57.8	44.8
Valuation(X)					
PER	20.4	12.7	10.1	8.6	7.6
PBR	1.7	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	5.9	5.4	4.6	4.1

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 2일 현재 LG하우시스 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장지수 대비 -15~-15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버설 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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.