

KCC(002380)

다시, KCC

실적은 capacity에 따라 움직인다

KCC 건자재 사업부의 실적변수는 시황보다 capacity다. 업황 우려에도 불구하고, 석고보드/판유리/글라스울 등 3대 핵심 제품의 증설 공장이 완전히 가동되기 시작해 2018년 약 2,200억원의 매출 증대효과가 예상된다. 작년 말 판유리의 30% 증설이 완료됐다. 석고보드는 2017년 3분기 40%, 글라스울은 1분기 60% 증설을 완료했다. 결론적으로 올해 판유리에서 약 1,500억원, 석고보드 600억원, 글라스울 100억원의 전년대비 매출 증가가 예상된다[그림 1]. 늘 수요초과 현상을 빚던 제품군으로, KCC가 독과점적 지위를 유지하는 시장이다. 건자재에서 KCC는 전방에 휘둘리지 않고 시장을 주도하고 있다는 점에서 대규모 투자 종료는 의미가 있다.

조선업 훈풍: 1Q18 도료 수주잔고 증가 반전

4분기 부진의 원인은 회복됐던 도료 영업이익률이 다시 1.3%로 하락했기 때문이다. 2017년부터 가격인상에 나섰지만 인상 속도는 완만한 반면, 4분기 원자재 가격은 급등했다. 최근 원재료 가격이 안정화됐고 단가는 지속 인상 중이다. 2017년 2분기부터 현대중공업그룹의 상선 수주가 급속히 늘었기에 올 1분기부터 도료 수주잔고도 반등할 것이다. 현재 현대중공업이 CMA CGM과 6+6척 15,000teu급 컨테이너선 건조 상담을 진행하는데다, 전일 정부가 2020년까지 해운재건을 위해 140척의 벌크선과 60척의 컨테이너선(8조원 규모) 발주를 지원하고 2019년까지 공공선박 40척(5.5조원)을 발주하기로 함에 따라 KCC의 강력한 수혜가 예상된다. 물량의 절반만 수주한다 가정해도 연간 도료 매출은 7.9% 늘어날 전망이다.

비핵심자산 매각 시작, 영업 본질에 집중

비핵심자산을 매각했다. 5월까지 현대로보틱스 주식 매각자금 3,500억원, 카지노 사업 철수에 따른 출자금 939억원이 유입된다. IFRS 15 적용에 따라 투자 주식의 평가차익을 영업외이익으로 계상하게 돼, 1분기 약 2천억원의 평가이익 반영이 예상된다. 2014~2015년 현대중공업/삼성물산 주식을 매입하며 시작했던 고질적 할인도 사라질 것이다. 가격인상을 주도할 수 있는 영업가치가 주목 받을 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	3,490	327	152	15,491	(17.3)	530	23.2	8.5	0.6	2.6	2.5
2017A	3,864	330	42	4,249	(72.6)	552	89.7	9.7	0.7	0.7	2.4
2018F	4,136	355	386	39,252	823.8	568	8.9	7.5	0.6	6.4	2.6
2019F	4,208	391	266	27,097	(31.0)	608	12.9	6.8	0.6	4.3	2.6
2020F	4,364	409	280	28,452	5.0	628	12.2	6.5	0.6	4.4	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 510,000원(유지)

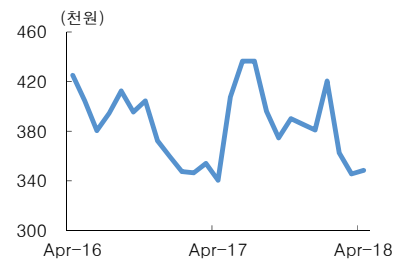
Stock Data

KOSPI(4/5)	2,438
주가(4/5)	348,500
시가총액(십억원)	3,679
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	442,500/320,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,138
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.4/20.6
주요주주(%)	정몽진 외 12 인 38.8
	국민연금 11.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.6	(6.9)	0.1
KOSPI 대비(%p)	(2.1)	(8.7)	(12.7)

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

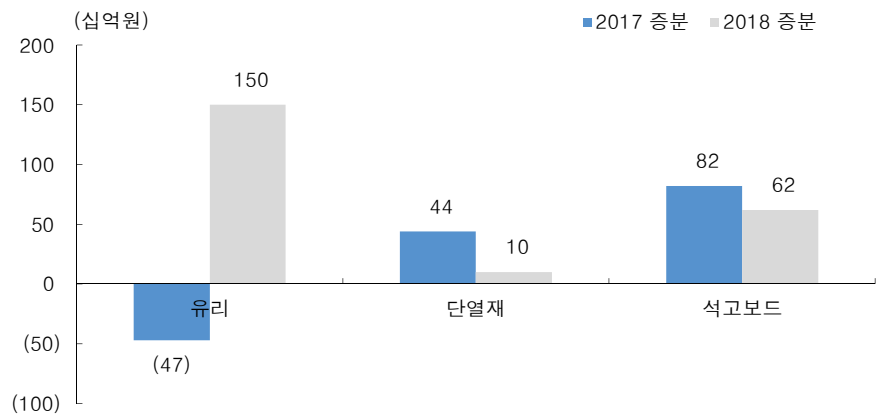
김치호

chiho.kim@truefriend.com

1분기 preview: 증설의 힘

1분기는 글라스울/석고보드/판유리 등 2017년 증설한 모든 제품군이 처음으로 풀가동되기 시작하는 분기다. 전년대비 건자재에서 700억원 이상의 매출 증가가 예상되고 연간으로는 2,200억원의 매출 증가효과가 있다. 가장 수익성 좋은 제품군의 매출 증가는 원자재 가격 상승의 부담을 충분히 이기며 이익을 증대시키는 요인이다. 또한 PVC창호/미네랄울 등의 품목에서도 재고가 부족한 상황이다.

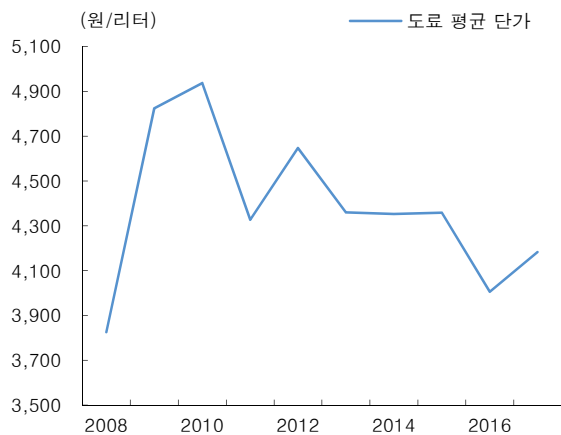
[그림 1] 증설로 인한 매출 증가 효과



자료: KCC, 한국투자증권

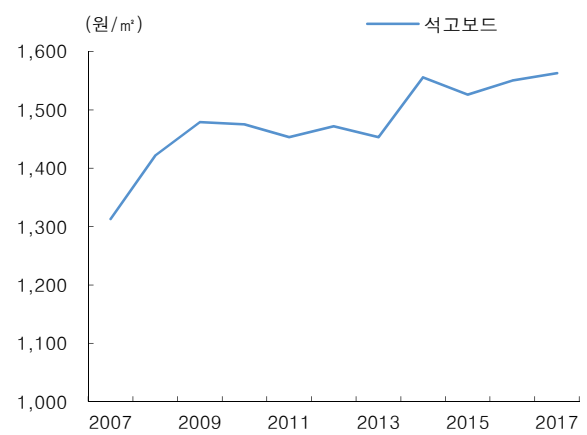
도로 사업에서는 중국향 컨테이너박스 도로 증가와 현대중공업 그룹의 수주 증가가 우호적 요인이다. 장기간 하락세던 조선용 도로 수주잔고도 올 1분기 증가 반전할 전망이다. 치명적이던 BTX류 가격도 연말부터 점차 안정화되기 시작해, 래킹을 감안하면 3월 투입원가는 지난 4분기 대비 낮아질 전망이다. 2017년 도로 단가는 2010년 이래 처음으로 반등했다. 긴 침체 사이클을 지나, 도로의 P와 Q 모두 우상향 기조를 예상한다.

[그림 2] KCC의 도로 평균 단가



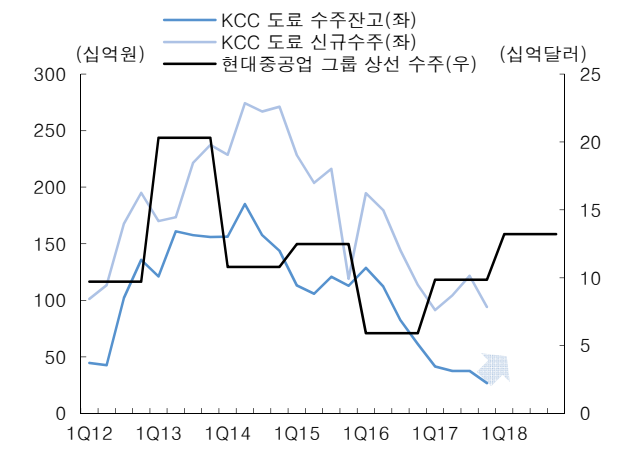
자료: KCC, 한국투자증권

[그림 3] 석고보드 단가



자료: KCC, 한국투자증권

[그림 4] 도료 수주잔고와 현대중공업 상선 수주



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 5] 톨루엔 가격 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

〈표 1〉 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	843	970	1,025	1,026	919	1,067	1,031	1,120	3,414	3,490	3,864	4,136	4,208
YoY	7.2%	6.8%	19.6%	9.4%	9.0%	9.9%	0.6%	9.2%	0.4%	2.2%	10.7%	7.0%	1.7%
도료	348	401	459	216	350	423	437	525	1,601	1,513	1,424	1,735	1,743
건자재	356	405	417	400	428	472	429	452	1,323	1,404	1,578	1,781	1,845
기타	185	164	232	280	185	220	215	250	708	741	862	870	870
영업이익	71	92	112	54	79	108	96	71	309	327	330	355	391
YoY	(16.8%)	(12.5%)	13.3%	48.4%	10.8%	17.8%	(14.4%)	31.0%	13.0%	5.6%	1.0%	7.6%	10.2%
도료	20	29	38	6	24	27	46	7	157	120	93	103	138
건자재	44	61	58	37	49	58	50	78	166	192	201	235	256
기타	3	(0)	15	2	3	20	(3)	(19)	(26)	(0)	20	2	(18)
연결조정	4	2	1	9	3	3	3	6	12	15	17	15	15
영업이익률	8.4%	9.5%	10.9%	5.3%	8.6%	10.2%	9.3%	6.4%	9.1%	9.4%	8.5%	8.6%	9.3%
도료	5.8%	7.1%	8.3%	1.3%	6.7%	6.5%	10.4%	1.3%	9.8%	7.9%	5.5%	5.9%	7.9%
건자재	12.3%	15.2%	13.9%	9.3%	11.5%	12.3%	11.7%	17.2%	12.6%	13.7%	12.7%	13.2%	13.9%
세전이익	45	97	100	(150)	259	103	96	70	251	232	92	529	365
순이익	34	70	72	(137)	189	76	67	54	185	152	39	386	266

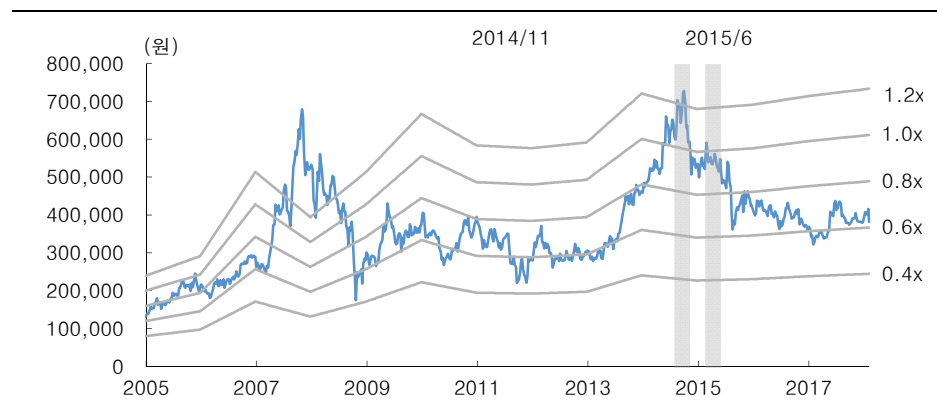
자료: 한국투자증권

해운업 재건 방안 발표, '신조 프로그램' 가동

전일 정부는 '해운재건 5개년 계획'을 발표하고 2020년까지 벌크선 140척과 컨테이너선 60척(초대형 컨테이너선 20척을 포함) 등 총 200척 이상 신조 투자에 3조원을 지원, 총 8조원의 발주를 추진하기로 했다. 또한 정부는 2019년까지 군함 위주의 공공선박은 40척(5.5조원)을 발주하기로 했다. 지난 3년간 현대중공업 그룹 조선3사의 연평균 상선수주가 94억달러였다는 점에서 의미 있는 규모다. 또한 이는 모두 한국 조선사에 발주될 것이라, KCC의 수혜를 예상한다.

KCC가 절반만 수주한다고 가정해도 연간 도료 매출은 7.9% 이상 늘어나게 된다. KCC의 실적에서 건자재는 자구적인 capacity 확충이 중요하지만 도료는 전적으로 현대중공업그룹 조선3사의 시황에 의존한다는 점에서 긍정적 뉴스다.

[그림 6] PBR 밴드 - 두 차례 지분 취득으로 본격 de-rating



자료: 한국투자증권

<표 2> 주요 투자주식

(단위: %, 십억원)

투자주식	지분율	장부가	시장가치	반영가치
1) 삼성물산	8.97	2,135	2,237	1,925
2) 현대중공업	7.01	576	696	568
3) 현대로보틱스	5.18	360	370	298
4) 현대일렉트릭	7.01	60	60	50
5) 현대건설기계	7.01	94	124	96
6) 현대산업	2.37	64	73	57
7) 현대상사	12.00	33	32	32
8) 한라홀딩스	4.00	27	26	27
9) 한라	10.15	15	16	25

자료: KCC, 한국투자증권

<표 3> 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

구분	비고
1. 영업가치	3,406
NOPLAT	284
목표배수	12.0
2. 주요 투자자산	2,639
1) 삼성물산	1,925
2) 현대중공업 그룹 3사	713
3. 순차입금	715
4. 기업가치	5,230
목표주가	510,000

자료: 한국투자증권

기업개요

KCC그룹의 중심 기업으로 도료, 실리콘, 건축자재 등을 생산하는 종합화학 회사. 유기화학 분야에서는 도료, 폴리염화비닐(PVC), 실리콘 등을 생산하고 있으며 무기화학 분야에서는 건축자재, 유리 등을 생산하고 있음. 울산, 연양, 여천, 여주, 전주, 문막, 아산, 세종, 대산, 김천 등지에 생산시설이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,289	2,452	2,739	2,786	2,890
현금성자산	657	657	703	715	742
매출채권및기타채권	929	1,039	1,075	1,094	1,135
재고자산	526	549	588	598	621
비유동자산	6,874	7,092	6,901	6,974	7,088
투자자산	3,530	3,578	3,320	3,349	3,432
유형자산	2,572	2,766	2,781	2,811	2,811
무형자산	40	30	33	33	34
자산총계	9,162	9,544	9,640	9,761	9,979
유동부채	1,678	2,604	2,238	2,258	2,310
매입채무및기타채무	547	597	620	631	655
단기차입금및단기사채	963	1,248	1,098	1,043	1,013
유동성장기부채	101	690	137	170	193
비유동부채	1,518	1,074	1,239	1,161	1,136
사채	287	287	320	220	170
장기차입금및금융부채	340	279	279	279	279
부채총계	3,195	3,678	3,476	3,419	3,446
지배주주지분	5,956	5,855	6,148	6,323	6,511
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	468	468	468	468	468
기타자본	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
이익잉여금	4,440	5,557	5,850	6,025	6,213
비지배주주지분	11	11	16	19	22
자본총계	5,967	5,866	6,164	6,342	6,533

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	431	333	493	493	501
당기순이익	153	42	386	266	280
유형자산감가상각비	202	221	212	215	218
무형자산상각비	2	1	1	1	1
자산부채변동	(47)	(144)	(125)	20	11
기타	121	213	19	(9)	(9)
투자활동현금흐름	(498)	(659)	317	(267)	(326)
유형자산투자	(291)	(422)	(232)	(250)	(223)
유형자산매각	1	5	5	5	5
투자자산순증	(202)	(267)	272	(15)	(70)
무형자산순증	(1)	(1)	(3)	(2)	(3)
기타	(5)	26	275	(5)	(35)
재무활동현금흐름	202	142	(764)	(214)	(149)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	340	287	(671)	(122)	(57)
배당금지급	(89)	(89)	(89)	(89)	(89)
기타	(49)	(56)	(4)	(3)	(3)
기타현금흐름	9	(24)	0	0	0
현금의증가	144	(208)	46	12	27

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

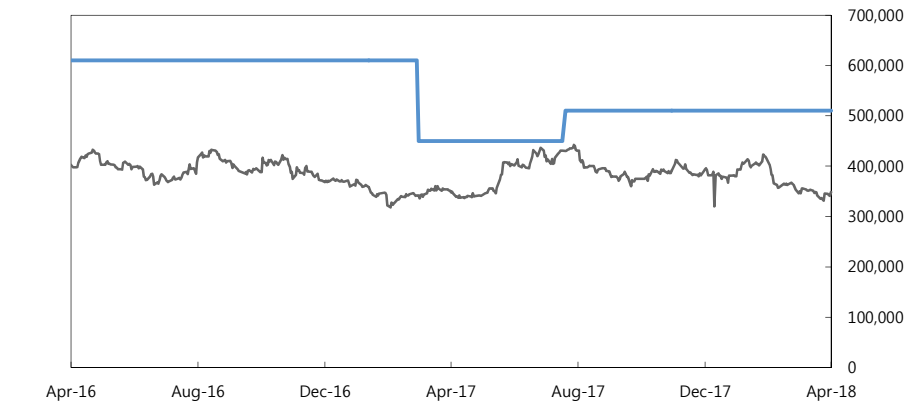
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,490	3,864	4,136	4,208	4,364
매출원가	2,561	2,939	3,176	3,187	3,305
매출총이익	929	925	960	1,021	1,059
판매관리비	603	595	605	630	650
영업이익	327	330	355	391	409
금융수익	92	291	205	5	5
이자수익	10	17	10	10	10
금융비용	101	433	45	45	45
이자비용	48	53	45	45	45
기타영업외손익	(99)	(84)	0	0	0
관계기업관련손익	14	(10)	14	14	14
세전계속사업이익	232	94	529	365	383
법인세비용	79	52	143	99	103
연결당기순이익	153	42	386	266	280
지배주주지분순이익	152	42	386	266	280
기타포괄이익	36	(46)	0	0	0
총포괄이익	189	(3)	386	266	280
지배주주지분포괄이익	189	(4)	381	263	276
EBITDA	530	552	568	608	628

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	15,491	4,249	39,252	27,097	28,452
BPS	575,837	566,294	594,029	610,580	628,377
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	2.2	10.7	7.0	1.7	3.7
영업이익증가율	5.6	1.0	7.6	10.2	4.7
순이익증가율	(17.0)	(72.6)	823.7	(31.0)	5.0
EPS증가율	(17.3)	(72.6)	823.8	(31.0)	5.0
EBITDA증가율	12.1	4.1	2.9	7.0	3.4
수익성(%)					
영업이익률	9.4	8.5	8.6	9.3	9.4
순이익률	4.4	1.1	9.3	6.3	6.4
EBITDA Margin	15.2	14.3	13.7	14.4	14.4
ROA	1.7	0.5	4.0	2.7	2.8
ROE	2.6	0.7	6.4	4.3	4.4
배당수익률	2.5	2.4	2.6	2.6	2.6
배당성향	58.1	211.8	22.9	33.2	31.6
안정성					
순차입금(십억원)	814	1,417	715	576	483
차입금/자본총계비율(%)	28.4	43.1	27.0	24.3	22.8
Valuation(X)					
PER	23.2	89.7	8.9	12.9	12.2
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.5	9.7	7.5	6.8	6.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KCC(002380)	2016.02.05	매수	610,000원	-35.3	-28.3
	2017.02.05	1년경과		-44.8	-43.2
	2017.03.05	매수	450,000원	-16.3	-3.0
	2017.07.24	매수	510,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 5일 현재 KCC 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 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
- 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.