

KCC(002380)

감사보고서 분석: 향후 도로 가동률과 스프레드 상승

1분기 북경공장 가동률 최저

실적 부진 요인은 도로 수익성 저하와 건자재 매출 둔화로 요약된다. 도로 영업 이익률은 전년대비 3.2%p 하락한 2.6%를 기록했다. 생산량은 전년과 유사했지만 매출은 10% 증가했는데 단가 인상 영향이다. 그럼에도 4분기 원재료 급등이 시차를 두고 반영됐고 수익성 좋은 자동차 도로 비중이 줄며 믹스가 악화됐다. 사드 여파로 중국 현대차에 납품하는 북경공장 가동률은 18%로 역대 최악이었다. 중국공장은 도로공장 capacity의 46%를 차지하는데 전년동기 가동률은 60%였고 2016년까지 57%를 유지했기에 이례적이다. 4월부터 현대차의 중국 판매량이 전년대비 2배 성장하고 있어 KCC의 중국공장 가동률도 빠르게 정상화될 것이다. 더불어 지난주 중국 충칭공장이 완공되며 중국 서부지역을 공략할 계획이다.

일시 중단됐던 판유리 2호라인 증설 후 재가동

판유리 생산량의 20%를 차지할 코팅유리 증설을 위해 작년 5월부터 판유리 2호라인의 가동을 중단했다. 이로써 1분기 생산량이 전년대비 15% 감소함에 따라 건자재 매출이 감소했고(판유리는 건자재 매출의 40%이며 고수익 제품군) 수익성도 전년대비 2.3%p 하락했다. 그러나 3월 말 증설이 완료되며 2호라인도 재가동에 들어가 2분기 생산량은 20% 이상 늘어날 전망이다. 원재료인 병커C유 가격 상승에도 고부가가치 제품 증설로 가격 전가는 원활하게 이뤄질 전망이다.

대부분 제품 가격 상승세로 나타나

원가 부담이 리스크지만 KCC는 2017년부터 꾸준히 가격을 인상 중인 것으로 파악됐다. 1분기 단가가 하락한 제품은 자동차 도로와 석고보드뿐이다. 그러나 그 폭도 미미한데다 자동차 도로는 신차 스케줄에 영향을 받고 석고보드는 증설 후 물량을 소화하는 과정이라 유의미한 변화는 아니다. 특히 조선용 도로단가는 무려 5% 상승해 2분기 건조물량 증가와 함께 수익 효과가 기대된다. 이례적 이벤트가 있었던 1분기를 뒤로 하고, 실적 개선을 전망하는 이유는 1) 증설과 가격 인상에 따른 스프레드 확대, 2) 사드여파에서 벗어난 자동차 전방 개선, 3) P와 Q 모두 상승할 조선업 upcycle 때문이다. 비핵심 자산 매각 역시 현재진행형으로 판단한다.

	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	4,165	353	534	54,331	1,178.7	566	6.4	7.5	0.6	8.8	2.6
2019F	4,237	398	272	27,634	(49.1)	615	12.6	6.7	0.6	4.3	2.6
2020F	4,394	417	285	28,994	4.9	636	12.0	6.4	0.5	4.3	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 510,000원(유지)

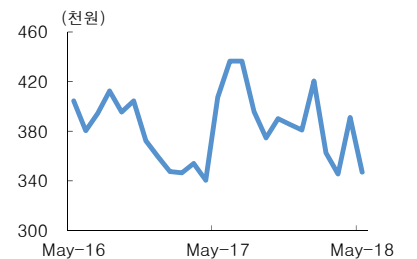
Stock Data

KOSPI(5/25)	2,461
주가(5/25)	347,000
시가총액(십억원)	3,663
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	442,500/320,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,591
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.4/20.6
주요주주(%)	정몽진 외 12인 38.8
	국민연금 11.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.9)	(9.6)	(14.8)
KOSPI 대비(%p)	(10.4)	(6.4)	(19.9)

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

현대차 판매량 회복으로 중국 도로 가동률 상승세

2017년 현대기아차의 중국 판매량은 전년대비 32% 급감했는데 작년 3월부터 시작된 사드 영향이 컸다. 현대차의 중국 판매량은 올 3월부터 회복세로 전년대비 2배 증가율을 이어가고 있다. SUV 중심의 신차 투입과 대규모 리콜 사태를 겪는 일본 브랜드의 부진으로 4월 현대차의 중국 점유율은 전월대비 2단계 상승했다.

〈표 1〉 중국 승용차 판매실적 점유율

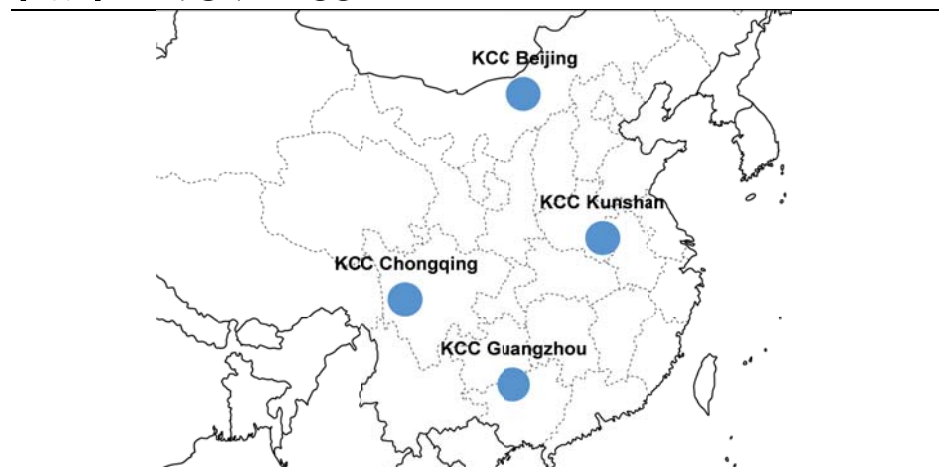
순위	2018년 4월		2017년 4월	
	브랜드	점유율	브랜드	점유율
1	상하이대중	8.9%	이치폭스바겐	8.6%
2	이치폭스바겐	8.8%	상하이대중	8.5%
3	상하이 GM	8.3%	상하이 GM	7.8%
4	지리(현지업체)	7.0%	상하이 GM 우링	5.7%
5	동펑닛산	5.7%	지리(현지업체)	5.4%
6	상하이 GM 우링	5.4%	동펑닛산	5.2%
7	북경현대	3.9%	창안(현지업체)	3.8%
8	창청(현지업체)	3.6%	창청(현지업체)	3.6%
9	창안(현지업체)	3.6%	이치토요타	3.5%
10	이치토요타	3.2%	광저우혼다	3.4%

자료: 중국승용차연석회의, 한국투자증권

KCC의 중국 도로공장은 총 capacity의 46%를 차지하는데 대부분 중국 현대차에 투입된다. 중국의 컨테이너박스 도로 규제로 조선용 도로 매출이 큰 곤산공장 가동률은 안정세지만 자동차용 도로가 주력인 북경공장의 1분기 가동률은 18.4%로 전년대비 16.7%p, 광주공장은 34.2%로 17.2%p 하락했다.

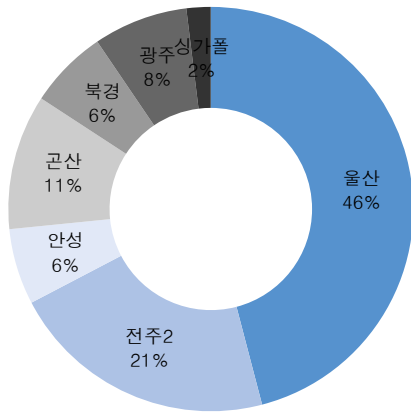
3월부터 사드 영향에서 벗어나며 중국 공장 가동률은 회복세다. 더불어 지난 주 4번째 중국 공장인 충칭공장이 완공됐다. KCC는 충칭지역에 북경현대뿐 아니라 북기은상, 신원기차 등 현지 업체도 주요 고객사로 두고 있다. 그간 이들 물량은 북경공장에서 조달했으나 이제 충칭에서 직접 생산이 가능해진다.

[그림 1] KCC의 중국 도로 공장



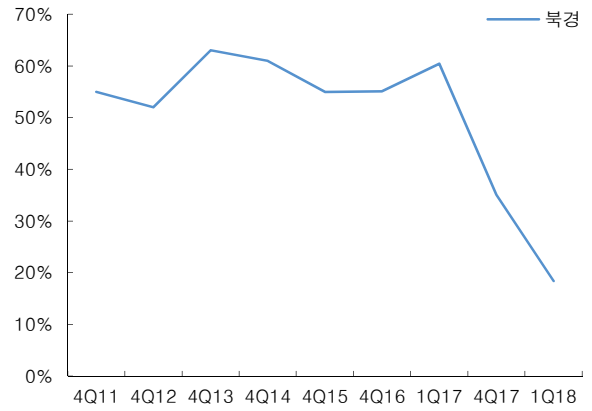
자료: KCC, 한국투자증권

[그림 2] KCC 도료공장 capacity 비중



주: 18년 1분기 기준
자료: KCC, 한국투자증권

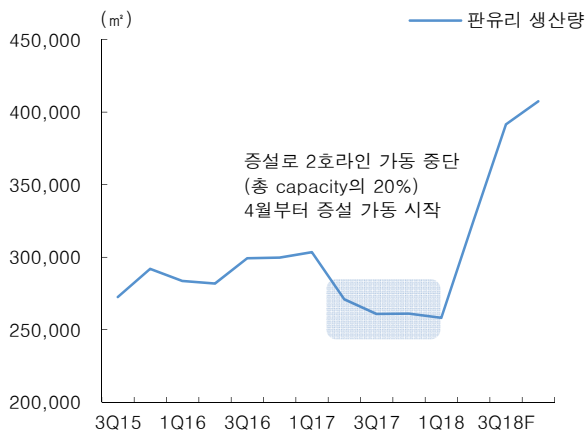
[그림 3] KCC 북경공장 가동률



자료: KCC, 한국투자증권

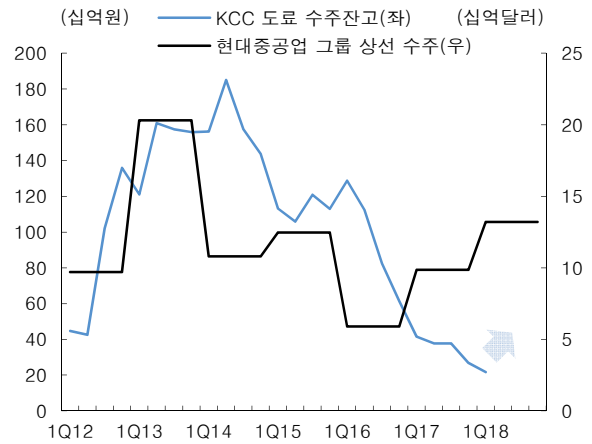
작년 5월부터 가동이 중단됐던 판유리 2호라인도 코팅유리 증설이 완료되며 올 4월부터 재가동에 들어갔다. 현재 환경규제로 로이유리 수요가 폭발적으로 늘고 있어 LG하우시스, KCC 모두 최근 코팅유리 증설을 완료한 상태다. 증설효과까지 감안 시 2분기부터 판유리 생산량은 전년대비 40% 이상 늘어날 전망이다.

[그림 4] KCC 판유리 생산량 추이



자료: KCC, 한국투자증권

[그림 5] KCC 도료 수주잔고와 현대중공업 그룹 상선수주

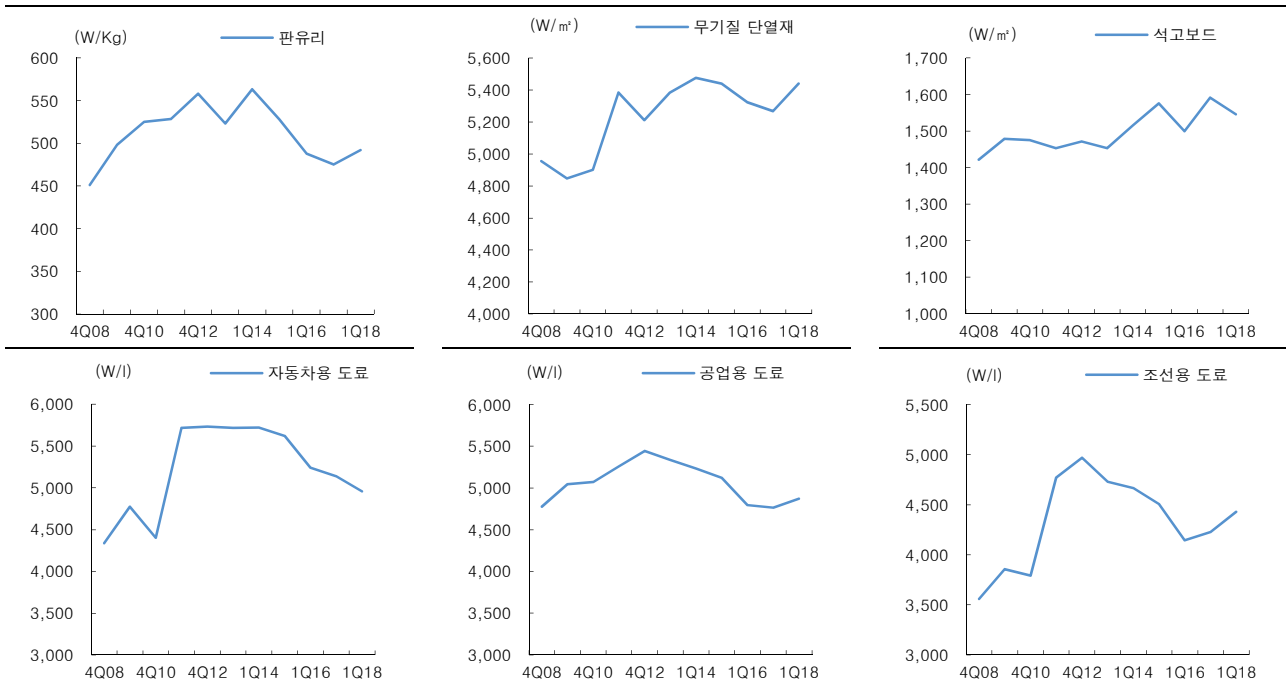


자료: 현대중공업, KCC, 한국투자증권

주요 제품 단가 상승세

원재료 가격 상승의 부담에도 KCC의 주요 제품 단가는 모두 인상되는 추세다. 무기질단열재는 전년대비 3.3%, 판유리 3.6%, 실란트 2.1%, 공업용 도료 2.3%, 조선용 도료 4.8% 상승했다. 2분기 성수기와 함께 조선용과 자동차용 도료는 P와 Q 모두 회복이 예상되며 이는 실적 견인에 주요인이 될 것이다.

[그림 6] 주요 제품 가격 추이



자료: KCC, 한국투자증권

<표 2> 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017	2018F
매출	843	970	1,025	1,026	917	1,071	1,079	1,043	3,414	3,490	3,864	4,165
YoY	7.2%	6.8%	19.6%	9.4%	8.7%	10.4%	5.3%	1.7%	0.4%	2.2%	10.7%	7.8%
도료	348	401	459	216	384	427	455	470	1,601	1,513	1,424	1,735
건자재	356	405	417	400	349	473	479	508	1,323	1,404	1,578	1,810
기타	185	164	232	280	238	220	215	143	708	741	862	870
영업이익	71	92	112	54	55	102	125	71	309	327	330	353
YoY	(16.8%)	(12.5%)	13.3%	48.4%	(22.1%)	10.4%	11.5%	29.8%	13.0%	5.6%	1.0%	7.0%
도료	20	29	38	6	10	29	50	24	157	120	93	113
건자재	44	61	58	37	35	58	63	47	166	192	201	203
기타	7	2	16	11	11	14	12	1	(14)	15	37	37
영업이익률	8.4%	9.5%	10.9%	5.3%	6.1%	9.5%	11.6%	6.8%	9.1%	9.4%	8.5%	8.5%
도료	5.8%	7.1%	8.3%	1.3%	2.6%	6.8%	10.9%	5.2%	9.8%	7.9%	5.5%	6.5%
건자재	12.3%	15.2%	13.9%	9.3%	10.0%	12.4%	13.1%	9.3%	12.6%	13.7%	12.7%	11.2%
세전이익	177	97	100	(282)	505	97	105	25	251	232	94	732
지배주주순이익	34	70	72	(137)	376	71	74	14	184	152	42	534

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	2,758	2,806	2,910
현금성자산	657	657	708	720	747
매출채권및기타채권	929	1,039	1,083	1,102	1,142
재고자산	526	549	592	602	625
비유동자산	6,874	7,092	6,907	6,980	7,097
투자자산	3,530	3,578	3,320	3,349	3,435
유형자산	2,572	2,766	2,781	2,811	2,811
무형자산	40	30	33	33	35
자산총계	9,162	9,544	9,665	9,786	10,006
유동부채	1,678	2,604	2,110	2,124	2,174
매입채무및기타채무	547	597	625	636	659
단기차입금및단기사채	963	1,248	1,098	1,043	1,013
유동성장기부채	101	690	137	170	193
비유동부채	1,518	1,074	1,243	1,166	1,141
사채	287	287	320	220	170
장기차입금및금융부채	340	279	279	279	279
부채총계	3,195	3,678	3,353	3,290	3,315
지배주주지분	5,956	5,855	6,294	6,474	6,668
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	468	468	468	468	468
기타자본	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
이익잉여금	4,440	5,557	5,997	6,176	6,370
비지배주주지분	11	11	18	21	24
자본총계	5,967	5,866	6,312	6,495	6,692

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	431	333	507	493	504
당기순이익	153	42	534	272	285
유형자산감가상각비	202	221	212	215	218
무형자산상각비	2	1	1	1	1
자산부채변동	(47)	(144)	(261)	14	9
기타	121	213	21	(9)	(9)
투자활동현금흐름	(498)	(659)	310	(267)	(328)
유형자산투자	(291)	(422)	(232)	(250)	(223)
유형자산매각	1	5	5	5	5
투자자산순증	(202)	(267)	272	(15)	(72)
무형자산순증	(1)	(1)	(4)	(2)	(3)
기타	(5)	26	269	(5)	(35)
재무활동현금흐름	202	142	(766)	(214)	(149)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	340	287	(671)	(122)	(57)
배당금지급	(89)	(89)	(89)	(89)	(89)
기타	(49)	(56)	(6)	(3)	(3)
기타현금흐름	9	(24)	0	0	0
현금의증가	144	(208)	51	12	27

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

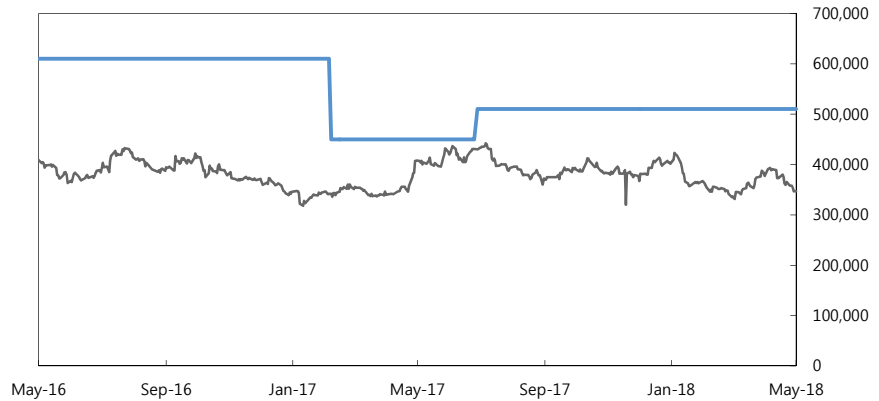
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,490	3,864	4,165	4,237	4,394
매출원가	2,561	2,939	3,207	3,208	3,327
매출총이익	929	925	958	1,028	1,067
판매관리비	603	595	605	630	650
영업이익	327	330	353	398	417
금융수익	92	291	410	5	5
이자수익	10	17	10	10	10
금융비용	101	433	45	45	45
이자비용	48	53	45	45	45
기타영업외손익	(99)	(84)	0	0	0
관계기업관련손익	14	(10)	14	14	14
세전계속사업이익	232	94	732	372	391
법인세비용	79	52	198	101	105
연결당기순이익	153	42	534	272	285
지배주주지분순이익	152	42	534	272	285
기타포괄이익	36	(46)	0	0	0
총포괄이익	189	(3)	534	272	285
지배주주지분포괄이익	189	(4)	528	268	282
EBITDA	530	552	566	615	636

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	15,491	4,249	54,331	27,634	28,994
BPS	575,837	566,294	607,904	624,948	643,244
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	2.2	10.7	7.8	1.7	3.7
영업이익증가율	5.6	1.0	7.0	12.9	4.6
순이익증가율	(17.0)	(72.6)	1,178.6	(49.1)	4.9
EPS증가율	(17.3)	(72.6)	1,178.7	(49.1)	4.9
EBITDA증가율	12.1	4.1	2.6	8.7	3.4
수익성(%)					
영업이익률	9.4	8.5	8.5	9.4	9.5
순이익률	4.4	1.1	12.8	6.4	6.5
EBITDA Margin	15.2	14.3	13.6	14.5	14.5
ROA	1.7	0.5	5.6	2.8	2.9
ROE	2.6	0.7	8.8	4.3	4.3
배당수익률	2.5	2.4	2.6	2.6	2.6
배당성향	58.1	211.8	16.6	32.6	31.0
안정성					
순차입금(십억원)	814	1,417	708	569	476
차입금/자본총계비율(%)	28.4	43.1	26.4	23.8	22.2
Valuation(X)					
PER	23.2	89.7	6.4	12.6	12.0
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.5	9.7	7.5	6.7	6.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
KCC(002380)	2016.05.23	매수	610,000원	-37.4	-29.1
	2017.03.05	매수	450,000원	-16.3	-3.0
	2017.07.24	매수	510,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 27일 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
- 중 립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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 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.