

건설/건자재

김기영



02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	340,000원 (I)
현재주가 (11/28)	281,000원
상승여력	21%

시가총액	29,664억원
총발행주식수	10,556,513주
60일 평균 거래대금	75억원
60일 평균 거래량	25,139주
52주 고	423,000원
52주 저	247,000원
외인지분율	19.30%
주요주주	정몽진 외 12 인 39.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.5	(16.5)	(26.6)
상대	3.3	(8.8)	(12.5)
절대(달러환산)	8.9	(17.7)	(29.4)

지분가치를 감안하면 저평가

기업소개

동사는 건축자재와 도료, 기타 부문(실란트/흙씨씨인테리어 등) 사업을 영위하고 있는 업체로 3Q18 누계 기준, 건자재와 도료 매출비중은 각각 38%, 37% 수준이다. 건축자재 주요 품목은 창호, 유리, 석고보드 등으로 건축 공정 중간 이후 투입되는 중간/마감재 성격이 강하다. 도료부문은 자동차, 조선, 공업, 건축용으로 구성되며 건물 외벽 마감재로 사용되는 건축용 도료 역시 투입 시점은 입주 직전이다. 기본적으로 유가 하락은 유리 제조 연료인 병커C유를 비롯해 PVC, 도료 원재료인 Toulene 등 가격 하락으로 이어져 Spread 개선에 긍정적이다.

전방산업 둔화 부담에도 개선되는 요인들

4분기 실적은 매출액 9,995원(-2.6%, YoY), 영업이익 521억원(-4.4%, YoY)을 시현할 것으로 추정한다. 유가와 연동된 전반적인 원가 상승과 자동차, 건설 등 전방산업 둔화는 부담 요인이나 1) 도료부문 가격 인상 및 중국 컨테이너용 도료 실적 기조 지속 2) 건축자재 내 상대적으로 양호한 코팅유리, 석고보드 매출 증가세는 긍정적인 요인이다. 동사의 중장기 성장 방향인 케이씨씨인테리어 부문의 적자 폭 축소 역시 전사 이익 개선에 기여할 전망이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 340,000원으로 커버리지 개시

KCC에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 340,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum-Of-the Parts)를 적용하여 2019년 EBITDA 4,707억원에 동종 유사기업 평균 멀티플5x를 적용하여 산출한 영업가치와 동사 보유 상장주식 지분가치(30% 할인)를 합산하여 산출하였다. 9월 이사회 결의를 통해 발표한 실리온 제조업체 모멘티브 지분 취득(5,800억원, 45%)계획과 인수 이후 기존 건축과 뷰티 부문에서 IT/의료용으로 실리온 적용 분야를 확대시킬 수 있다는 점은 긍정적이다. 최근, 4,000억원 규모의 회사채 발행으로 차입금 부담은 증가할 전망이다. 현재 삼성물산(9.0%)을 비롯한 약 1.9조원(할인율 30% 적용)에 달하는 상장 지분가치가 주가의 하방을 지지할 것으로 전망한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,995	-2.6	7.3	9,938	0.6
영업이익	521	-4.4	-32.2	523	-0.4
세전계속사업이익	-989	적지	적전	-1,347	26.6
지배순이익	-1,236	적지	적전	-456	-171.1
영업이익률 (%)	5.2	-0.1 %pt	-3.1 %pt	5.3	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	-12.4	적지	적전	-4.6	-7.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	34,905	38,640	38,519	38,979
영업이익	3,266	3,298	2,706	2,841
지배순이익	1,523	418	2,359	2,567
PER	27.8	95.5	12.6	11.6
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.3	10.1	8.7	8.2
ROE	2.6	0.7	4.0	4.2

자료: 유안타증권

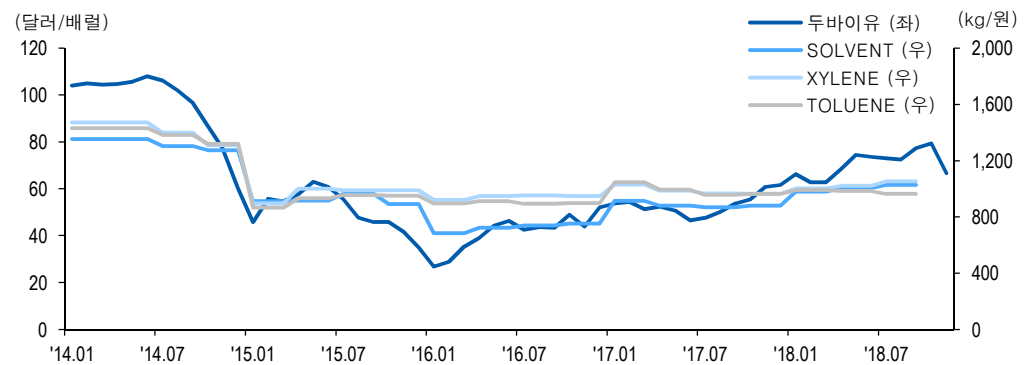
KCC 사업부문별 실적 요약 및 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E
매출액	843	970	1,025	1,026	3,864	917	1,005	931	999	3,852	3,898
– 건자재	356	405	417	400	1,578	349	387	360	428	1,524	1,558
– 도료	302	353	376	392	1,424	329	382	349	323	1,384	1,408
– 기타 및 연결조정	185	212	232	233	862	238	236	223	249	945	932
매출원가	634	732	775	798	2,939	720	763	720	755	2,957	2,977
% 매출원가율	75.2%	75.4%	75.6%	77.8%	76.1%	78.5%	75.9%	77.3%	75.5%	76.8%	76.4%
매출총이익	209	238	250	227	925	197	242	212	244	895	921
% 매출총이익률	24.8%	24.6%	24.4%	22.2%	23.9%	21.5%	24.1%	22.7%	24.5%	23.2%	23.6%
판매비	138	146	138	173	595	141	156	135	192	624	636
% 판매비율	16.4%	15.1%	13.4%	16.9%	15.4%	15.4%	15.5%	14.5%	19.2%	16.2%	16.3%
영업이익	71	92	112	54	330	55	86	77	52	271	284
– 건자재	44	61	58	37	201	35	47	36	33	152	159
– 도료	20	29	38	6	93	10	21	14	6	51	60
– 기타 및 연결조정	7	2	16	11	37	11	18	27	13	68	65
% 영업이익률	8.4%	9.5%	10.9%	5.3%	8.5%	6.1%	8.6%	8.3%	5.2%	7.0%	7.3%
– 건자재	12.3%	15.2%	13.9%	9.3%	12.7%	10.0%	12.3%	10.0%	7.8%	10.0%	10.2%
– 도료	6.7%	8.1%	10.1%	1.5%	6.5%	3.0%	5.5%	4.0%	1.8%	3.7%	4.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC 주요 도료 원재료 및 두바이유 가격 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

KCC 보유 주요 상장사 지분가치

(단위: 십억원, %)

기업	지분율	시가총액	할인율	KCC 지분가치
삼성물산	9.0%	19,917	30%	1,251
현대중공업	6.8%	9,441	30%	447
KCC 건설	36.0%	159	30%	40
코리아오토글라스	19.9%	255	30%	36
현대일렉트릭	6.4%	558	30%	25
현대건설기계	4.2%	931	30%	27
HDC	2.4%	1,048	30%	17
HDC 현대산업개발	2.4%	1,810	30%	30
현대종합상사	12.0%	386	30%	32
한라	10.2%	164	30%	12
합계				1,917

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,353	
- EBITDA (연결)	471	2019년 기준
- Multiple	5	건자재 유사업체 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	2,230	
- 상장사 지분가치	1,917	삼성물산 외, 할인율 30% 할인
- 자사주	203	11/28일 종가 기준, 20% 할인
3. 순차입금	892	2019년 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,582	
- 발행주식수	10,556,513	
목표주가	340,000	반올림 적용
현재주가	281,000	11월 28일 종가 기준
Upside	21.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC (002380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34,905	38,640	38,519	38,979	40,116
매출원가	25,614	29,391	29,568	29,774	30,612
매출총이익	9,291	9,249	8,950	9,205	9,504
판매비	6,025	5,951	6,244	6,364	6,545
영업이익	3,266	3,298	2,706	2,841	2,958
EBITDA	5,299	5,518	4,572	4,707	4,823
영업외손익	-946	-2,360	1,334	641	768
외환관련손익	-3	-39	108	220	220
이자손익	-384	-364	-339	-329	-314
관계기업관련손익	140	-96	206	180	200
기타	-699	-1,860	1,359	569	662
법인세비용차감전순이익	2,320	939	4,040	3,482	3,726
법인세비용	790	516	1,678	912	976
계속사업순이익	1,530	423	2,362	2,570	2,750
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,530	423	2,362	2,570	2,750
지배지분순이익	1,523	418	2,359	2,567	2,747
포괄순이익	1,891	-34	1,890	2,098	2,279
지배지분포괄이익	1,887	-36	1,886	2,093	2,273

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	22,888	24,523	24,311	25,122	25,476
현금및현금성자산	5,883	3,800	5,134	5,802	6,111
매출채권 및 기타채권	9,290	10,385	9,606	9,885	10,028
재고자산	5,257	5,495	5,939	5,969	6,029
비유동자산	68,735	70,915	68,685	69,568	70,522
유형자산	25,725	27,658	27,770	28,485	29,250
관계기업 등 지분관련자산	3,213	2,565	1,487	1,667	1,867
기타투자자산	32,091	33,210	31,991	31,991	31,991
자산총계	91,624	95,438	92,996	94,690	95,999
유동부채	16,775	26,035	14,199	14,141	13,725
매입채무 및 기타채무	5,469	5,967	5,809	5,968	6,068
단기차입금	9,632	12,482	4,683	4,233	3,483
유동성장기부채	1,009	6,904	2,018	2,218	2,418
비유동부채	15,179	10,740	19,106	19,175	19,037
장기차입금	3,336	1,102	1,173	1,223	1,303
사채	6,028	1,998	10,487	10,137	9,687
부채총계	31,954	36,775	33,304	33,316	32,762
지배지분	59,560	58,552	59,580	61,263	63,125
자본금	564	564	564	564	564
자본잉여금	4,676	4,676	4,676	4,676	4,676
이익잉여금	44,400	55,573	57,074	58,757	60,619
비지배지분	110	110	111	111	111
자본총계	59,669	58,663	59,692	61,374	63,236
순차입금	11,971	15,834	9,968	8,916	7,845
총차입금	20,066	24,180	18,424	17,874	16,954

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,311	3,329	4,597	4,525	4,730
당기순이익	1,530	423	2,362	2,570	2,750
감가상각비	2,016	2,206	1,854	1,854	1,854
외환손익	-7	-200	46	-220	-220
종속, 관계기업 관련손익	-140	96	-203	-180	-200
자산부채의 증감	-468	-1,439	-498	-500	-453
기타현금흐름	1,380	2,243	1,035	1,002	1,000
투자활동 현금흐름	-4,980	-6,585	5,438	-1,829	-1,887
투자자산	-1,017	-315	1,222	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,905	-4,223	-2,171	-2,600	-2,650
유형자산 감소	15	50	31	31	31
기타현금흐름	-1,072	-2,098	6,356	740	732
재무활동 현금흐름	2,019	1,416	-5,513	-1,868	-2,238
단기차입금	1,482	2,879	-7,808	-450	-750
사채 및 장기차입금	1,919	-8	3,612	-100	-170
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-888	-887	-891	-891	-891
기타현금흐름	-494	-568	-427	-427	-427
연결범위변동 등 기타	87	-243	-3,188	-160	-296
현금의 증감	1,438	-2,083	1,334	668	309
기초 현금	4,445	5,883	3,800	5,134	5,802
기말 현금	5,883	3,800	5,134	5,802	6,111
NOPLAT	3,266	3,298	2,706	2,841	2,958
FCF	813	-1,957	780	862	944

자료: 유안타증권

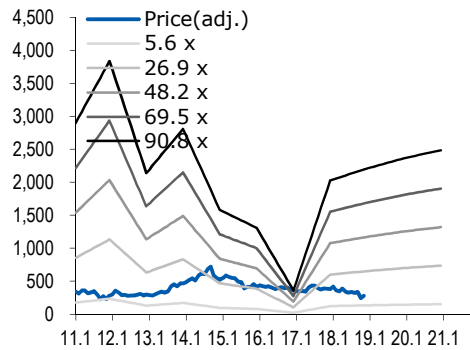
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	14,430	3,958	22,351	24,320	26,025
BPS	605,683	595,438	605,893	623,002	641,941
EBITDAPS	50,194	52,267	43,312	44,587	45,683
SPS	330,648	366,029	364,879	369,239	380,010
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
PER	27.8	95.5	12.6	11.6	10.8
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.3	10.1	8.7	8.2	7.8
PSR	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.2	10.7	-0.3	1.2	2.9
영업이익 증가율 (%)	5.6	1.0	-18.0	5.0	4.1
지배순이익 증가율 (%)	-17.0	-72.6	464.7	8.8	7.0
매출총이익률 (%)	26.6	23.9	23.2	23.6	23.7
영업이익률 (%)	9.4	8.5	7.0	7.3	7.4
지배순이익률 (%)	4.4	1.1	6.1	6.6	6.8
EBITDA 마진 (%)	15.2	14.3	11.9	12.1	12.0
ROIC	6.1	4.1	4.3	5.7	5.8
ROA	1.7	0.4	2.5	2.7	2.9
ROE	2.6	0.7	4.0	4.2	4.4
부채비율 (%)	53.6	62.7	55.8	54.3	51.8
순차입금/자기자본 (%)	20.1	27.0	16.7	14.6	12.4
영업이익/금융비용 (배)	6.8	6.2	4.6	4.8	5.0

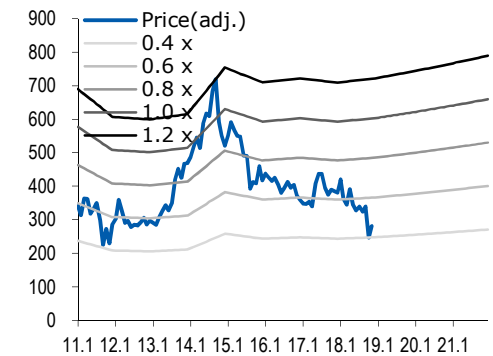
P/E band chart

(천원)

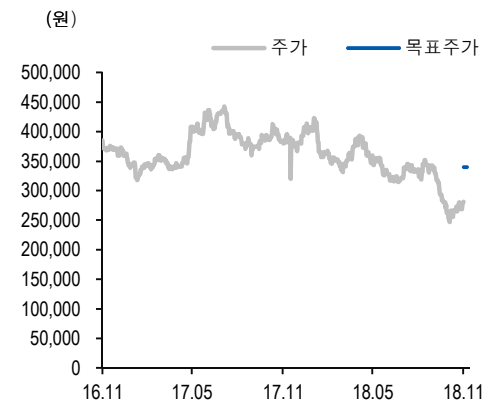


P/B band chart

(천원)



KCC (002380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-29	BUY	340,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.