

전자재

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	400,000원 (U)
현재주가 (1/22)	317,000원
상승여력	26%

시가총액	33,464억원
총발행주식수	10,556,513주
60일 평균 거래대금	61억원
60일 평균 거래량	21,572주
52주 고	423,000원
52주 저	247,000원
외인지분율	19.75%
주요주주	정몽진 외 12 인 39.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.4	13.2	(21.8)
상대	(1.3)	15.6	(7.6)
절대(달러환산)	0.7	13.0	(26.0)

영업가치와 지분가치의 동반 상승

4Q18 Preview : 시장 예상치 부합 전망

4분기 KCC 연결 실적은 매출액 9,736억원(-5.1%, YoY), 영업이익 536억원(-1.7%, YoY)으로 시장 예상치에 부합할 것으로 추정한다. 4분기 추석 연휴 시차(2017년 10월, 2018년 9월)에 따른 영업일 수 증가 효과와 유리부문 증설 효과 반영(2018년 하반기 가동 본격화, Mix 개선) 등으로 전년동기대비 건축자재 실적 둔화폭은 축소될 전망이다. 다만, PVC 창호 매출은 수요 감소와 주택 분양 지연 등으로 가동률 하락(90%('17) → 65%('18)) 영향이 이어질 전망이다. 2018년 10월을 기점으로 유가 하락에 따른 원가 절감(병커C유, PVC, 자일렌, 톨루엔 등) 효과는 당분기 실적에 일부, 2019년 1분기 실적에 보다 확대될 전망이다. 주요 상장사(삼성물산, 현대중공업 등) 보유지분 평가손실 반영으로 순이익은 적자를 기록할 것으로 예상된다.

본업의 점진적 회복, 2019년 이익 성장 기조 진입

2019년 실적은 매출액 3.93조원(+2.7%, YoY), 영업이익 3,002억원(+10.4%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 연간 아파트 입주 감소(-15%, YoY) 영향으로 중간/마감재 성격의 건축자재 'Q' 성장이 제한적인 가운데, 주택 매출 비중이 상대적으로 낮은 일반건축자재(석고보드/천장재/단열재 등)와 유리 부문(에너지 효율에 따른 코팅유리 판매비중 증가) 영향으로 건축자재 부문 이익 감소 폭은 우려 대비 크지 않을 것으로 전망한다. 부진했던 도로 부문은 조선용 수주잔고 증가와 ASP 상승 효과 반영 등으로 전년 대비 실적 회복이 예상된다. 연결 자회사로 반영되는 홈씨씨인테리어 부문 역시 기존 추가 출점 전략에서 파트너사 확대 전략으로 매출 확대 및 비용 감소에 따른 손익 개선이 기대된다

투자의견 Buy, 목표주가는 34만원에서 40만원으로 상향, 전자재 최선호주 제시

KCC에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 1) EBITDA 및 멀티플 조정(5x → 6x, Peer 평균) 2) 지분가치 변동 및 할인율을 고려, 기존 34만원에서 40만원으로 19% 상향하며 유안타증권 전자재 업종 최선호주로 제시한다. 2018년 9월, 공시를 통해 언급한 모멘티브 인수(MoM Holding 지분 출자, 45%) 절차는 올해 1~2월 중으로 예상되는 미국투자심의위원회 통과 이후 보다 구체화 될 전망이다. 기존 KCC의 1) 실리콘 분야의 적용 확대(화장품, 건축(KCC) → 자동차, 의료용(모멘티브))와 2) 원재료 대량 구매에 따른 원가 절감 효과가 기대된다. 최근 주가 상승에도 불구하고, 1) 1.8조원 이상(할인율 40% 적용)의 주요 상장사(삼성물산, 현대중공업 등) 지분가치 2) 도로 부문의 이익 회복이 동사의 투자포인트가 될 전망이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,736	-5.1	4.5	9,893	-1.6
영업이익	536	-1.7	-30.3	540	-0.7
세전계속사업이익	-3,274	적지	적전	-2,248	-45.7
지배순이익	-2,685	적지	적전	-1,404	-91.2
영업이익률 (%)	5.5	+0.2 %pt	-2.8 %pt	5.5	0
지배순이익률 (%)	-27.6	적지	적전	-14.2	-13.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	34,905	38,640	38,260	39,290
영업이익	3,266	3,298	2,720	3,002
지배순이익	1,523	418	911	2,682
PER	27.8	95.5	35.8	12.5
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.3	10.1	8.3	7.8
ROE	2.6	0.7	1.6	4.5

자료: 유안타증권

KCC 4Q18 Preview

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,026	917	1,005	931	974	-5.1%	4.5%	989	-1.6%
영업이익	54	55	86	77	54	-1.7%	-30.3%	54	-0.8%
세전이익	-148	505	-432	430	-327	적지	적전	-225	적지
지배주주순이익	-134	376	-335	319	-268	적지	적전	-140	적지
영업이익률	5.3%	6.1%	8.6%	8.3%	5.5%				
세전이익률	-14.5%	55.1%	-43.0%	46.2%	-33.6%				
지배주주순이익률	-13.0%	41.0%	-33.4%	34.2%	-27.6%				

자료: 유안타증권 리서치센터

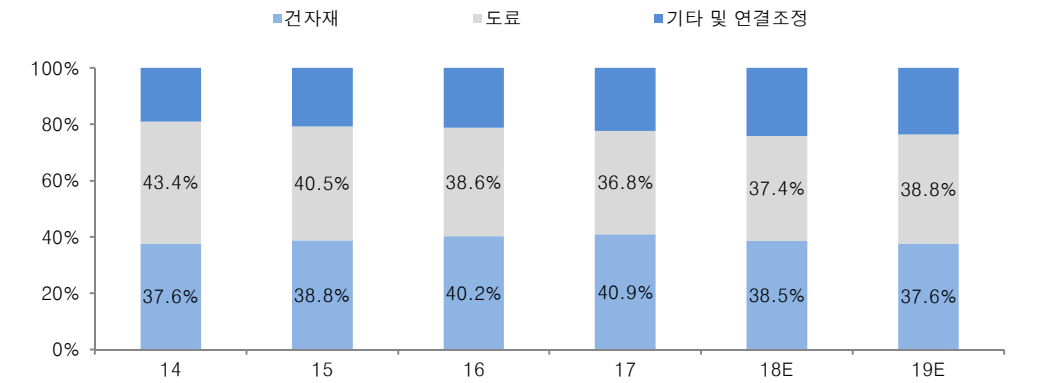
KCC 사업부문별 실적 요약 및 추정

(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	974	3,826	3,929
- 건자재	356	405	417	400	1,578	349	387	360	376	1,472	1,477
- 도료	302	353	376	392	1,424	329	382	349	372	1,432	1,525
- 기타 및 연결조정	185	212	232	233	862	238	236	223	226	922	927
매출원가	634	732	775	798	2,939	720	763	720	731	2,933	2,990
% 매출원가율	75.2%	75.4%	75.6%	77.8%	76.1%	78.5%	75.9%	77.3%	75.1%	76.6%	76.1%
매출총이익	209	238	250	227	925	197	242	212	243	893	939
% 매출총이익률	24.8%	24.6%	24.4%	22.2%	23.9%	21.5%	24.1%	22.7%	24.9%	23.4%	23.9%
판관비	138	146	138	173	595	141	156	135	189	621	639
% 판관비율	16.4%	15.1%	13.4%	16.9%	15.4%	15.4%	15.5%	14.5%	19.4%	16.2%	16.3%
영업이익	71	92	112	54	330	55	86	77	54	272	300
- 건자재	44	61	58	37	201	35	47	36	30	148	146
- 도료	20	29	38	6	93	10	21	14	7	52	80
- 기타 및 연결조정	7	2	16	11	37	11	18	27	17	72	74
% 영업이익률	8.4%	9.5%	10.9%	5.3%	8.5%	6.1%	8.6%	8.3%	5.5%	7.1%	7.6%
- 건자재	12.3%	15.2%	13.9%	9.3%	12.7%	10.0%	12.3%	10.0%	7.9%	10.1%	9.9%
- 도료	6.7%	8.1%	10.1%	1.5%	6.5%	3.0%	5.5%	4.0%	1.8%	3.6%	5.2%

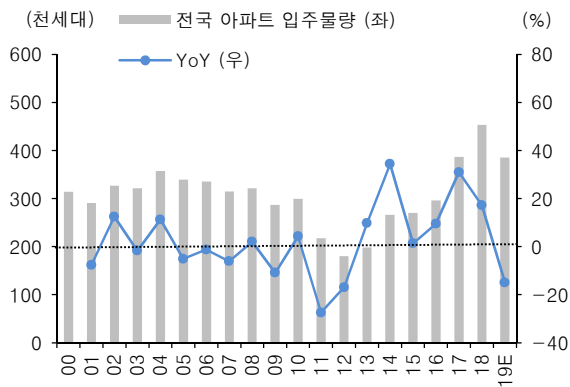
자료: 유안타증권 리서치센터

KCC 사업부문별 매출 비중



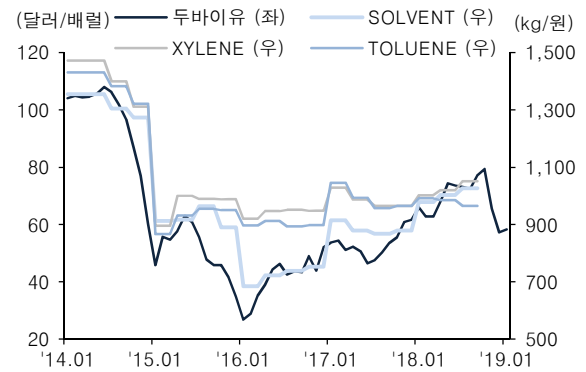
자료: KCC, 유안타증권 리서치센터

연간 아파트 입주물량 및 YoY 증감률



자료: REPS, 유안타증권 리서치센터

KCC 주요 도료 원재료 및 두바이유 가격 추이



자료: Dart, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 // 주: 분기 누계기준

KCC SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	3,227	
- EBITDA (연결)	538	12개월 선행 EBITDA
- Multiple	6	2019년 업종 Peer (LG 하우시스, 벽산 등) 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	1,954	
- 상장사 지분가치	1,817	삼성물산 외, 할인율 40% 할인
- 자사주	138	1/22일 종가 기준, 40% 할인
3. 순차입금	923	2019년 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	4,258	
- 발행주식수	10,556,513	
목표주가	400,000	반올림 적용
현재주가	317,000	1월 22일 종가 기준
Upside	26.2%	

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC 보유 주요 상장사 지분가치

(단위: 십억원, %)

기업	지분율	시가총액	KCC 지분가치	할인율	KCC 지분가치
삼성물산	9.0%	22,099	1,982	40%	1,189
현대중공업	6.8%	10,085	682	40%	409
KCC 건설	36.0%	167	60	40%	36
코리아오토글라스	19.9%	274	55	40%	33
현대중합상사	12.0%	405	49	40%	29
HDC 현대산업개발	2.4%	1,894	45	40%	27
현대건설기계	4.2%	1,036	43	40%	26
현대일렉트릭에너지시스템	6.4%	490	31	40%	19
HDC	2.4%	959	23	40%	14
현대코퍼레이션홀딩스	12.0%	163	20	40%	12
한라	10.2%	198	20	40%	12
한라홀딩스	4.0%	478	19	40%	11
합계		38,248	3,028	40%	1,817

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC (002380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	34,905	38,640	38,260	39,290	40,920
매출원가	25,614	29,391	29,326	29,896	31,114
매출총이익	9,291	9,249	8,935	9,393	9,806
판매비	6,025	5,951	6,214	6,391	6,621
영업이익	3,266	3,298	2,720	3,002	3,185
EBITDA	5,299	5,518	5,177	5,458	5,639
영업외손익	-946	-2,360	-966	641	768
외환관련손익	-3	-39	108	220	220
이자손익	-384	-364	-339	-329	-314
관계기업관련손익	140	-96	206	180	200
기타	-699	-1,860	-941	569	662
법인세비용차감전순이익	2,320	939	1,754	3,643	3,953
법인세비용	790	516	841	955	1,036
계속사업순이익	1,530	423	913	2,689	2,917
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,530	423	913	2,689	2,917
지배지분순이익	1,523	418	911	2,682	2,910
포괄손익	1,891	-34	442	2,217	2,446
지배지분포괄이익	1,887	-36	437	2,194	2,420

주: 영업이익 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	24,300	24,408	24,472
현금및현금성자산	5,883	3,800	5,302	4,669	4,494
매출채권 및 기타채권	9,290	10,385	9,427	9,883	10,027
재고자산	5,257	5,495	5,939	6,058	6,119
비유동자산	68,735	70,915	67,956	68,870	69,801
유형자산	25,725	27,658	27,180	27,405	27,680
관계기업 등 자본관련자산	3,213	2,565	1,987	2,617	3,217
기타투자자산	32,091	33,210	31,353	31,353	31,353
자산총계	91,624	95,438	92,256	93,278	94,272
유동부채	16,775	26,035	18,095	17,928	17,822
매입채무 및 기타채무	5,469	5,967	5,839	5,999	6,099
단기차입금	9,632	12,482	7,620	7,170	6,820
유동성장기부채	1,009	6,904	2,498	2,578	2,678
비유동부채	15,179	10,740	15,623	15,015	14,779
장기차입금	3,336	1,102	1,173	1,143	1,083
사채	6,028	1,998	6,787	6,437	6,187
부채총계	31,954	36,775	33,718	32,943	32,601
지배지분	59,560	58,552	58,429	60,226	61,562
자본금	564	564	564	564	564
자본잉여금	4,676	4,676	4,676	4,676	4,676
이익잉여금	44,400	55,573	55,626	57,423	58,759
비지배지분	110	110	109	109	109
자본총계	59,669	58,663	58,538	60,335	61,671
순차입금	11,971	15,834	9,518	9,234	8,815
총차입금	20,066	24,180	18,141	17,391	16,831

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4,311	3,329	3,946	4,969	5,488
당기순이익	1,530	423	913	2,689	2,917
감가상각비	2,016	2,206	2,444	2,444	2,444
외환손익	-7	-200	46	-220	-220
종속, 관계기업 관련손익	-140	96	-203	-180	-200
자산부채의 증감	-468	-1,439	-290	-765	-453
기타현금흐름	1,380	2,243	1,035	1,002	1,000
투자활동 현금흐름	-4,980	-6,585	4,938	-2,777	-2,646
투자자산	-1,017	-315	722	-450	-400
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,905	-4,223	-2,171	-2,700	-2,750
유형자산 감소	15	50	31	31	31
기타현금흐름	-1,072	-2,098	6,356	342	472
재무활동 현금흐름	2,019	1,416	-5,796	-2,068	-1,878
단기차입금	1,482	2,879	-4,870	-450	-350
사채 및 장기차입금	1,919	-8	392	-300	-210
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-888	-887	-891	-891	-891
기타현금흐름	-494	-568	-427	-427	-427
연결범위변동 등 기타	87	-243	-1,588	-756	-1,139
현금의 증감	1,438	-2,083	1,500	-632	-176
기초 현금	4,445	5,883	3,800	5,301	4,669
기말 현금	5,883	3,800	5,301	4,669	4,493
NOPLAT	3,266	3,298	2,720	3,002	3,185
FCF	813	-1,957	1,412	1,206	1,601

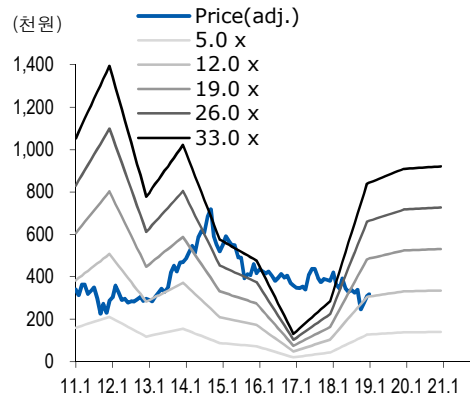
자료: 유안타증권

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

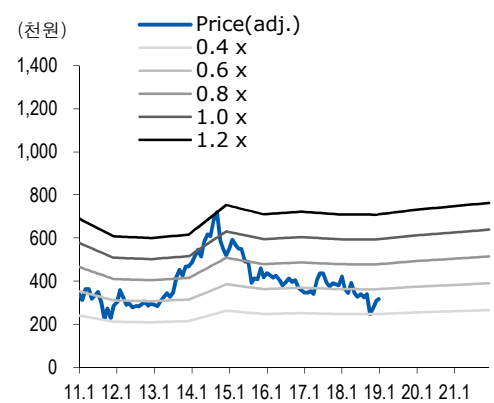
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	14,430	3,958	8,627	25,404	27,564
BPS	605,683	595,438	594,185	612,456	626,048
EBITDAPS	50,194	52,267	49,039	51,699	53,419
SPS	330,648	366,029	362,432	372,184	387,624
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
PER	27.8	95.5	35.8	12.5	11.5
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.3	10.1	8.3	7.8	7.5
PSR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	2.2	10.7	-1.0	2.7	4.1
영업이익 증가율 (%)	5.6	1.0	-17.5	10.4	6.1
지배순이익 증가율 (%)	-17.0	-72.6	118.0	194.5	8.5
매출총이익률 (%)	26.6	23.9	23.4	23.9	24.0
영업이익률 (%)	9.4	8.5	7.1	7.6	7.8
지배순이익률 (%)	4.4	1.1	2.4	6.8	7.1
EBITDA 마진 (%)	15.2	14.3	13.5	13.9	13.8
ROIC	6.1	4.1	3.9	6.2	6.5
ROA	1.7	0.4	1.0	2.9	3.1
ROE	2.6	0.7	1.6	4.5	4.8
부채비율 (%)	53.6	62.7	57.6	54.6	52.9
순차입금/자기자본 (%)	20.1	27.0	16.3	15.3	14.3
영업이익/금융비용 (배)	6.8	6.2	4.7	5.1	5.4

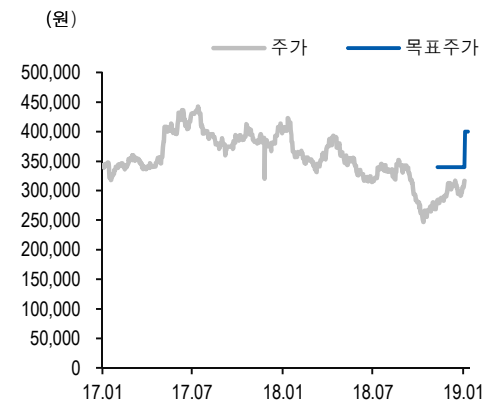
P/E band chart



P/B band chart



KCC (002380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-23	BUY	400,000	1년		
2018-11-29	BUY	340,000	1년	-12.31	-6.76

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)	0.5
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	13.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-21

※ 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.