

KCC

BUY(유지)

002380 기업분석 | 전자재

목표주가(하향)	320,000원	현재주가(05/22)	266,000원	Up/Downside	+20.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 05. 23

연내 실적 개선을 기대하기 쉽지 않다

▶ 탐방 Note

고정비 부담을 이겨내지 못한 1분기 실적: KCC의 19년 1분기 실적 부진은 매출액 감소로 인해 고정비 부담을 이겨내지 못한 것에서 기인한다. 소재(실리콘 등)를 제외한 나머지 사업부의 매출액이 모두 부진했는데 건설 관련 매출액이 감소한 것이 주요 원인이다. 입주 물량의 감소와 주택거래량 감소의 직격탄을 맞은 결과다. 18년 하반기 원자재 가격 하락으로 인해 원재료 비용은 감소했지만 매출 감소로 인해 전체 원가율 개선을 이끌지는 못했다. 절대 판관비는 변동성이 크지 않았음을 감안해보면 결국 매출액 감소로 인해 고정비 부담이 커지면서 영업이익률이 2.9%에 그치는 결과물이 나타났다.

국내 도로 매출액은 기저효과 기대: 1분기 실적에서 긍정적인 것은 부진했던 국내 조선 및 자동차용 도로 매출액이 증가하기 시작했다는 점이다. 전체 도로 매출액이 전년동기대비 12.5% 감소한 것은 해외공장에서의 도로 가동률이 매우 낮았기 때문이다. 18년 이후 조선사가 수주한 선박에서의 도로 수요 증가, 그리고 현대차의 국내 자동차 생산량 증가로 인해 2분기 이후 전분기 대비 도로 매출액은 증가할 것으로 전망된다.

건설 관련 매출액은 부진 지속 전망: 1분기 영업이익이 대폭 감소한 데에는 전자재 매출 감소의 영향이 가장 크다. 예상했던 대로 입주 물량 및 주택 거래량 감소가 실적에 영향을 미쳤고, 더불어 유리 및 석고보드 등 수요가 높을 것으로 전망했던 전자재들도 비거주용 건축물 수주 감소의 영향으로 가동률이 낮아졌다. 주거용 건설시장 환경의 악화 뿐만 아니라 비주거용 건축물 공사도 감소할 것으로 예상되기 때문에 전자재 관련 실적 부진은 20년까지 이어질 것으로 전망된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	3,864	3,782	3,494	3,626	3,763
(증가율)	10.7	-2.1	-7.6	3.8	3.8
영업이익	330	244	147	198	206
(증가율)	1.0	-26.2	-39.6	34.6	4.0
지배주주순이익	42	-24	167	215	223
EPS	3,958	-2,233	15,855	20,344	21,133
PER (H/L)	112.9/77.8	NA/NA	16.8	13.1	12.6
PBR (H/L)	0.8/0.6	0.8/0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (H/L)	11.4/9.0	10.9/7.1	9.4	8.3	8.1
영업이익률	8.5	6.4	4.2	5.5	5.5
ROE	0.7	-0.4	2.9	3.7	3.7

Stock Data

52주 최저/최고	247,000/361,500원
KOSDAQ /KOSPI	707/2,065pt
시가총액	28,080억원
60일-평균거래량	24,341
외국인지분율	20.7%
60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
주요주주	정몽진 외 12 인 39.4%

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-24.4	-17.9	-25.8
상대기준	-18.9	-11.3	-11.4

Comment

2분기 실적 소폭 개선되었지만 주가 상승을 이끌기는 어려울 전망: 1분기보다는 2~3분기 KCC의 실적은 개선될 것으로 전망된다. 건자재 부문 실적이 개선될 요인은 없지만 계절적으로 2~3분기에 공사일수가 많기 때문에 매출액이 늘어나면서 1분기보다 고정비로 인한 영업이익 감소 폭은 제한적일 것이다. 국내 도로부문의 경우 기저효과로 인해 매출액이 늘어날 것으로 전망되고, 특히 조선항 도로 매출액은 턱어라운드 가능성이 높을 것으로 예상된다. 다만 2분기에는 18년 컨테이너박스 수요 증가로 인한 역기저효과로 인해 도로 매출액은 전년동기대비 감소할 가능성이 높은 것으로 전망된다. 모멘티브 인수 확정으로 인해 2분기부터 모멘티브의 실적이 지분법으로 인식될 것으로 전망되는데 분기 당 약 200억원의 지분법이익 증가가 예상된다. 모멘티브의 분할이 완료될 것으로 예상되는 20년부터는 연결대상으로 모멘티브의 실적이 인식될 전망이다. 아직 모멘티브의 재무제표에 대한 불확실성이 있기 때문에 DB금융투자의 20년 이후 KCC의 실적에 모멘티브가 미치는 영향은 지분법이익으로만 추정했다.

Action

목표주가 하향 조정, 싸기는 싸지만...: 현 시점에서 건자재 및 해외 도로부문의 실적 개선을 기대하기 어렵다고 판단하여 실적 추정치를 하향 조정했고, 이를 반영하여 KCC의 목표주가를 320,000원으로 직전대비 23.8% 하향 조정했다. 최근 주가 하락 및 매각으로 인해 보유 지분가치가 하락한 것도 목표주가를 하향한 이유 중 하나이다. 지분가치가 높은 기업의 특징대로 영업가치가 하락하더라도 KCC의 주가는 항상 저평가되어 있는 것으로 보인다. 목표주가 하향 조정에도 불구하고 현 주가와의 괴리율을 감안하여 투자의견 Buy를 유지한다. 하지만 영업가치의 상승이 없는 밸류에이션 매력만으로 주가가 상승하기는 쉽지 않아 보인다.

도표 1. KCC 분기 및 연간 실적 추정 내역

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	9,165	10,046	9,313	9,298	7,816	9,360	9,014	8,752	37,822	34,942	36,258
건자재	3,495	3,867	3,598	3,879	3,083	3,093	3,059	3,103	14,839	12,338	12,708
도로	3,839	3,278	3,487	3,392	2,905	3,278	3,661	3,562	13,996	13,406	14,076
소재 등	1,832	2,901	2,228	2,026	1,828	2,988	2,294	2,087	8,987	9,198	9,473
매출총이익	1,967	2,421	2,118	1,951	1,648	2,097	2,091	2,158	8,456	7,994	8,518
영업이익	555	861	769	251	228	413	423	408	2,435	1,472	1,980
건자재	350	474	361	262	108	108	107	109	1,447	432	445
도로	99	212	141	-116	14	131	183	178	337	506	985
소재 등	97	175	168	212	106	173	133	121	652	533	549
세전이익	5,051	-4,323	4,301	-5,152	504	473	483	767	-123	2,228	2,777
순이익	3,763	-3,354	3,189	-3,829	332	358	366	583	-231	1,640	2,105
GPM	21.5	24.1	22.7	21.0	21.1	22.4	23.2	24.7	22.4	22.9	23.5
OPM	6.1	8.6	8.3	2.7	2.9	4.4	4.7	4.7	6.4	4.2	5.5
건자재	9.1	14.5	10.4	7.7	3.7	3.3	2.9	3.1	10.3	3.2	3.2
도로	2.6	6.5	4.0	-3.4	0.5	4.0	5.0	5.0	2.4	3.8	7.0
소재 등	4.9	7.2	7.9	10.9	6.4	8.2	6.4	5.6	7.7	6.7	6.4

자료: KCC, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	2,452	2,646	2,680	2,857	3,053
현금및현금성자산	380	337	412	539	661
매출채권및기타채권	1,039	869	910	945	989
재고자산	549	593	513	527	556
비유동자산	7,092	6,320	6,826	6,802	6,771
유형자산	2,766	2,730	2,685	2,662	2,631
무형자산	30	31	29	28	27
투자자산	3,578	2,842	3,395	3,395	3,395
자산총계	9,544	8,965	9,506	9,659	9,824
유동부채	2,604	1,422	1,887	1,919	1,953
매입채무및기타채무	597	581	589	620	655
단기차입금및단기차채	1,248	564	1,064	1,064	1,064
유동성장기부채	690	102	102	102	102
비유동부채	1,074	1,802	1,802	1,802	1,802
시차및차입금의 증가	310	1,209	1,209	1,209	1,209
부채총계	3,678	3,224	3,689	3,720	3,755
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	468	468	468	468	468
이익잉여금	5,557	5,445	5,524	5,650	5,784
비지배주주지분	11	11	8	4	-1
자본총계	5,866	5,741	5,817	5,939	6,069

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	3,864	3,782	3,494	3,626	3,763
매출원가	2,939	2,937	2,695	2,774	2,870
매출총이익	925	846	799	852	893
판관비	595	602	652	654	687
영업이익	330	244	147	198	206
EBITDA	552	493	440	482	482
영업외손익	-237	-255	76	80	83
금융손익	-143	-251	17	0	3
투자손익	-10	17	79	100	100
기타영업외손익	-84	-21	-20	-20	-20
세전이익	94	-12	223	278	288
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	-23	164	210	219
지배주주지분순이익	42	-24	167	215	223
비지배주주지분순이익	1	0	-3	-4	-4
총포괄이익	-3	-36	164	210	219
증감률(%YoY)					
매출액	10.7	-2.1	-7.6	3.8	3.8
영업이익	1.0	-26.2	-39.6	34.6	4.0
EPS	-72.6	적전	흑전	28.3	3.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	333	539	407	416	392
당기순이익	42	-23	164	210	219
현금유출이없는비용및수익	515	592	295	291	283
유형및무형자산상각비	222	249	293	284	277
영업관련자산부채변동	-144	16	6	-19	-40
매출채권및기타채권의감소	-129	148	-41	-35	-45
재고자산의감소	-31	-46	80	-15	-28
매입채무및기타채무의증가	40	-37	8	32	34
투자활동현금흐름	-659	-50	-681	-131	-112
CAPEX	-422	-236	-247	-261	-245
투자자산의순증	-57	752	-474	100	100
재무활동현금흐름	142	-524	349	-158	-158
시차및차입금의 증가	434	-389	500	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-89	-89	-89	-89	-89
기타현금흐름	-24	-8	0	0	0
현금의증가	-208	-43	75	127	122
기초현금	588	380	337	412	539
기말현금	380	337	412	539	661

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	3,958	-2,233	15,855	20,344	21,133
BPS	554,654	542,792	550,264	562,224	574,974
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
Multiple(배)					
P/E	96.3	NA	16.8	13.1	12.6
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.2	8.5	9.4	8.3	8.1
수익성(%)					
영업이익률	8.5	6.4	4.2	5.5	5.5
EBITDA마진	14.3	13.0	12.6	13.3	12.8
순이익률	1.1	-0.6	4.7	5.8	5.8
ROE	0.7	-0.4	2.9	3.7	3.7
ROA	0.5	-0.2	1.8	2.2	2.2
ROIC	4.0	12.3	3.1	4.3	4.4
안정성및기타					
부채비율(%)	62.7	56.2	63.4	62.6	61.9
이자보상배율(배)	6.2	4.0	2.4	2.9	3.0
배당성향(배)	209.2	-383.1	54.0	42.0	40.5

자료: KCC, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-05-15 기준) - 매수(80%) 중립(20%) 매도(0.0%)

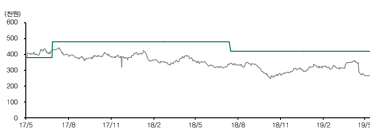
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

KCC 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/04/18	Hold	380,000	2.3	14.9					
17/07/18	Buy	480,000	-21.7	-7.8					
18/07/18	1년경과		-32.2	-29.2					
18/08/06	Buy	420,000	-26.1	-13.9					
19/05/23	Buy	320,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경