

KCC (002380)

건자재



김기룡

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	310,000원 (D)
현재주가 (6/7)	261,000원
상승여력	19%

시가총액	27,552억원
총발행주식수	10,556,513주
60일 평균 거래대금	81억원
60일 평균 거래량	26,888주
52주 고	361,500원
52주 저	247,000원
외인지분율	21.17%
주요주주	정몽진 외 12 인 39.36%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(24.2)	(16.3)	(25.4)
상대	(20.4)	(12.6)	(11.1)
절대(달러환산)	(25.2)	(20.1)	(32.5)

본업 불확실성 해소가 관건

1분기 어닝 쇼크, 본업 불확실성 지속

2019년 1분기, KCC 실적은 주요 사업 영역인 건자재와 도로 부문 영업이익이 전년동기대비 각각 69%, 86% 감소하며 어닝쇼크를 기록했다. 전반적인 매출 둔화에 따른 고정비 부담 증가와 함께 건자재 부문은 이익 기여도가 높은 석고보드의 수요 둔화 및 판가/가동률 하락 [90%(18) → 70%(1Q19)]을 비롯해 PVC 창호 등 주요 건자재 아이템 실적 부진이 반영되었다. 건자재 실적 둔화가 2016년을 기점으로 감소한 신규 분양 축소에 기인한 결과임을 감안한다면 단기적으로는 실적 낙관을 기대하기 어려운 환경이 지속될 전망이다.

도로 부문 역시 1) 국내 조선용/자동차용 실적 개선 2) 4Q18 유가 하락에 기인한 Spread 개선 효과에도 불구하고, 해외 자동차/조선용 도로(해외 비중 약 40~50%) 부진이 심화되었다. 3Q17을 기점으로 가파르게 상승했던 중국 컨테이너용 도로(선박용) 실적 역시 미-중 무역분쟁에 따른 수요 둔화, 중국 내 경쟁강도 심화 등이 맞물리며 과거 수준의 실적 레벨로 회귀하였다.

모멘티브 인수는 점진적으로 구체화

반면, 미국 실리콘 업체인 모멘티브 인수는 보다 구체화 되고 있다. 미국 투자심의위원회 통과, KCC 컨소시엄의 모멘티브 인수 확정에 이어 2019년 말 ~ 2020년 초로 예상되는 모멘티브 분할 + 실리콘 법인 연결편입 과정(KCC 지분 50%+1주)이 최종 마무리 될 전망이다. 1) 기술 이전을 통한 KCC 실리콘 영역 확대 2) 모멘티브 실리콘 법인 연결을 통한 영업가치 증가는 긍정적인 요인으로 판단한다. [KCC 지분 45.5%, 6,358억원 출자 완료 → 2Q19 지분법 반영]

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 310,000원으로 22.5% 하향 조정

KCC에 대한 목표주가를 기존 40만원에서 31만원으로 22.5% 하향 조정한다. 목표주가 변경은 1) 12개월 선행 EBITDA 추정치 22% 하향 2) 삼성물산 등 주가 하락에 따른 보유 상장사 지분 가치 하락에 기인한다. 판가 인하를 통한 판매 회복 및 고정비 부담 완화의 단기적 성장 전략을 배제한다면 전반적인 이익 둔화 기조는 연중 지속될 전망이다. 다만, 1) 1분기 어닝쇼크 이후 20% 이상 하락한 주가에 기인한 Valuation 매력 확대(PBR 0.44x), 2) 모멘티브 인수를 통한 실리콘 사업 확대 가능성을 감안하여 투자의견은 Buy를 유지한다. 모멘티브 인수에 대해서는 관련 출자와 예상 지분법손익은 반영했으나, 연결 손익은 편입 구체화 이후 반영할 예정이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,059	-9.8	15.9	9,598	-5.6
영업이익	502	-41.7	119.8	754	-33.4
세전계속사업이익	-1,462	적지	적전	212	-790.8
지배순이익	-1,067	적지	적전	150	-811.5
영업이익률 (%)	5.5	-3.1 %pt	+2.6 %pt	7.9	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	-11.8	적지	적전	1.6	-13.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	38,640	37,822	34,980	36,246
영업이익	3,298	2,435	1,617	1,928
지배순이익	418	-236	497	1,562
PER	95.5	-150.7	55.4	17.6
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.1	9.9	9.1
ROE	0.7	-0.4	0.9	2.7

자료: 유안타증권

KCC 1Q19 Review

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	917	1,005	931	930	782	-14.7%	-15.9%	917	-14.7%
영업이익	55	86	77	25	23	-58.9%	-8.8%	68	-66.3%
세전이익	505	-432	430	-515	50	-90.0%	흑전	79	-35.9%
지배주주순이익	376	-335	319	-383	33	-91.2%	흑전	58	-42.3%
영업이익률	6.1%	8.6%	8.3%	2.7%	2.9%			7.4%	
세전이익률	55.1%	-43.0%	46.2%	-55.4%	6.5%			8.6%	
지배주주순이익률	41.0%	-33.4%	34.2%	-41.2%	4.2%			6.3%	

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC 사업부문별 실적 요약/추정 [1Q19~ 기존 기타/연결조정 1] 소재 2) 기타/연결조정으로 분류

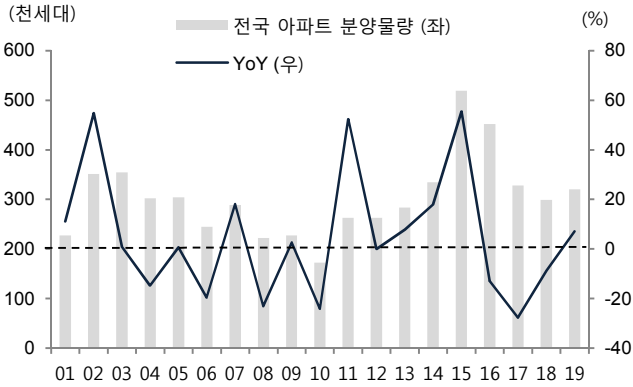
(단위: 십억원)

	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	3,864	917	1,005	931	930	3,782	782	907	895	915	3,498	3,625
- 건자재	1,578	349	387	360	388	1,484	308	337	330	347	1,324	1,353
- 도료	1,424	332	380	349	339	1,400	290	342	336	343	1,312	1,383
- 기타/연결조정	855	235	238	223	203	899	183	227	228	225	863	889
소재	390	100				412	102					
기타/연결조정	464	135				486	81					
매출원가	2,939	720	763	720	735	2,937	617	713	697	717	2,744	2,820
% 매출원가율	76.1%	78.5%	75.9%	77.3%	79.0%	77.6%	78.9%	78.7%	77.9%	78.4%	78.5%	77.8%
매출총이익	925	197	242	212	195	846	165	193	198	198	754	804
% 매출총이익률	23.9%	21.5%	24.1%	22.7%	21.0%	22.4%	21.1%	21.3%	22.1%	21.6%	21.5%	22.2%
판관비	595	141	156	135	170	602	142	143	138	169	592	611
% 판관비율	15.4%	15.4%	15.5%	14.5%	18.3%	15.9%	18.2%	15.8%	15.4%	18.4%	16.9%	16.9%
영업이익	330	55	86	77	25	244	23	50	60	29	162	193
- 건자재	201	35	47	36	26	145	11	22	25	23	81	101
- 도료	93	10	21	14	-12	34	1	9	11	-8	14	21
- 기타/연결조정	37	11	18	27	10	65	11	19	24	14	67	71
소재	21	9				51	12					
기타/연결조정	16	2				14	-1					
% 영업이익률	8.5%	6.1%	8.6%	8.3%	2.7%	6.4%	2.9%	5.5%	6.7%	3.2%	4.6%	5.3%
- 건자재	12.7%	10.0%	12.3%	10.0%	6.7%	9.7%	3.5%	6.7%	7.5%	6.5%	6.1%	7.5%
- 도료	6.5%	3.0%	5.6%	4.0%	-3.4%	2.4%	0.5%	2.6%	3.2%	-2.2%	1.0%	1.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

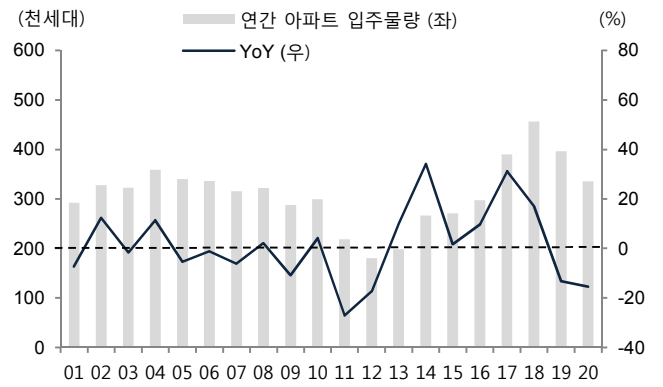
주 : 소재부문은 실리콘, AM, EMC 등을 포함

연간 아파트 분양물량 추이



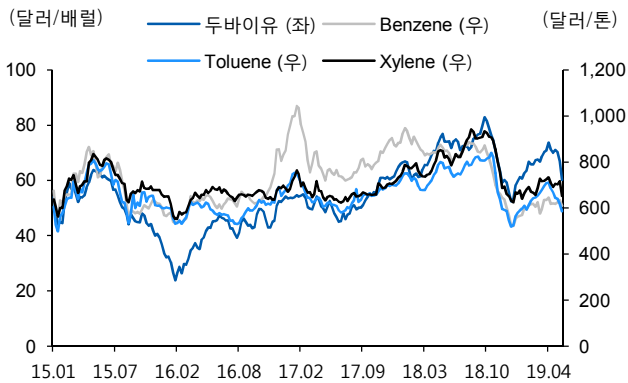
자료: REPS, 유안타증권 리서치센터

연간 아파트 입주물량 추이



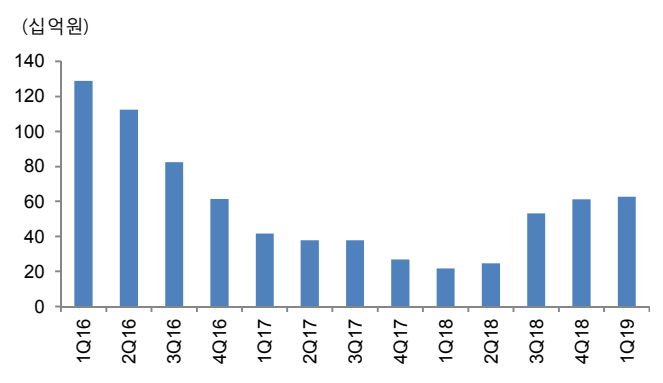
자료: REPS, 유안타증권 리서치센터

유가 및 주요 도로 원재료 가격 추이



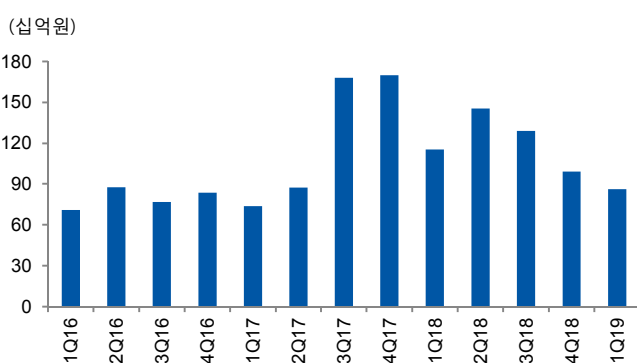
자료: Platts, 유안타증권 리서치센터

KCC 국내 조선용 도로 수주잔고 [5억원 이상 계약 합산]



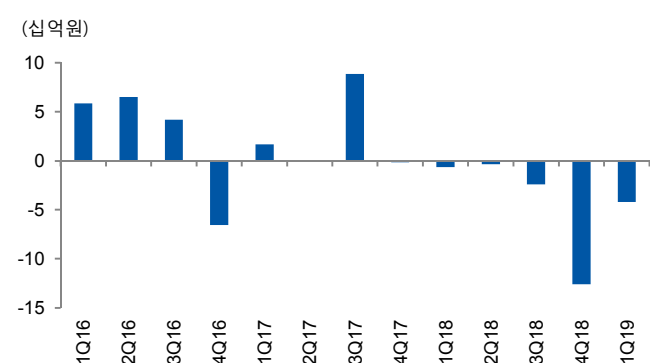
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

중국 법인 합산 매출액 [내부거래 제거 전]



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

중국 법인 합산 순이익 [내부거래 제거 전]



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

KCC SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,530	
- EBITDA(연결)	422	12개월 선행 기준
- Multiple	6	동종 유사기업 멀티플 10% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	2,034	
- 상장사 지분가치	1,467	삼성물산 외, 상장사 지분가치 40% 할인
- 자사주	113	40% 할인(723,065주)
- 투자부동산	453	30% 할인
3. 순차입금	1,305	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,259	
- 발행주식수	10,556,513	
목표주가	310,000	반올림 적용
현재주가	261,000	6월 7일 종가 기준
Upside	18.8%	

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC 실적 추정치 변경 요약

(단위: 십억원)

항목	신규(a)		기존(b)		차이 (a/b-1)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	3,498	3,625	3,921	4,106	-10.8%	-11.7%
영업이익	162	193	289	308	-44.1%	-37.4%
세전이익	73	214	254	289	-71.2%	-26.1%
지배주주순이익	50	156	185	211	-73.1%	-26.1%
영업이익률	4.6%	5.3%	7.4%	7.5%	-2.8%p	-2.2%p
세전이익률	2.1%	5.9%	6.5%	7.1%	-4.4%p	-1.1%p
순이익률	1.4%	4.3%	4.7%	5.1%	-3.3%p	-0.8%p

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC 보유 주요 상장사 지분가치

(단위: 십억원, %)

기업	지분율	시가총액	KCC 지분가치	할인율	KCC 지분가치
삼성물산	9.0%	17,603	1,579	40%	947
현대중공업	6.6%	8,245	544	40%	327
KCC 건설	36.0%	151	55	40%	33
코리아오토글라스	19.9%	406	81	40%	48
현대종합상사	12.0%	290	35	40%	21
HDC 현대산업개발	2.4%	1,894	45	40%	27
현대건설기계	3.2%	805	26	40%	16
현대일렉트릭엔에너지시스템	6.2%	371	23	40%	14
HDC	1.3%	926	12	40%	7
현대코퍼레이션홀딩스	12.0%	129	16	40%	9
한라	9.5%	143	14	40%	8
한라홀딩스	4.1%	421	17	40%	10
합 계		31,383	2,445	40%	1,467

자료: 유안타증권 리서치센터

KCC (002380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	38,640	37,822	34,980	36,246	37,602
매출원가	29,391	29,366	27,444	28,204	29,109
매출충이익	9,249	8,456	7,536	8,041	8,494
판매비	5,951	6,021	5,918	6,113	6,312
영업이익	3,298	2,435	1,617	1,928	2,181
EBITDA	5,518	4,929	4,136	4,445	4,707
영업외손익	-2,360	-2,558	-886	212	307
외환관련손익	-39	51	398	340	330
이자손익	-364	-360	-395	-370	-335
관계기업관련손익	-96	166	477	560	560
기타	-1,860	-2,415	-1,365	-318	-248
법인세비용차감전순손익	939	-123	732	2,140	2,488
법인세비용	516	108	233	578	672
계속사업순손익	423	-231	498	1,562	1,816
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	423	-231	498	1,562	1,816
지배지분순이익	418	-236	497	1,562	1,816
포괄순이익	-34	-358	1,327	2,391	2,646
지배지분포괄이익	-36	-365	1,316	2,370	2,622

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

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	24,523	26,456	24,983	25,234	25,838
현금및현금성자산	3,800	3,372	2,987	3,194	3,540
매출채권 및 기타채권	10,385	8,690	8,169	8,306	8,535
재고자산	5,495	5,926	5,868	5,927	6,046
비유동자산	70,915	63,198	69,032	69,346	69,672
유형자산	27,658	27,299	27,387	27,440	27,512
관계기업 등 자본관련자산	2,565	1,585	8,111	8,441	8,801
기타투자자산	33,210	26,833	25,992	25,872	25,712
자산총계	95,438	89,654	94,015	94,581	95,511
유동부채	26,035	14,222	16,867	16,999	16,827
매입채무 및 기타채무	5,967	5,810	5,677	5,831	5,939
단기차입금	12,482	5,644	6,440	6,120	5,670
유동성장기부채	6,904	1,018	2,769	2,929	2,929
비유동부채	10,740	18,019	19,297	19,054	19,225
장기차입금	1,102	1,118	1,524	1,484	1,434
사채	1,998	10,977	11,279	10,759	10,759
부채총계	36,775	32,241	36,164	36,053	36,052
지배지분	58,552	57,300	57,738	58,414	59,345
자본금	564	564	564	564	564
자본잉여금	4,676	4,676	4,676	4,676	4,676
이익잉여금	55,573	54,447	54,059	54,736	55,667
비지배지분	110	114	113	113	113
자본총계	58,663	57,413	57,851	58,528	59,459
순차입금	15,834	9,021	13,485	12,760	12,144
총차입금	24,180	20,529	24,071	23,401	22,981

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	3,329	5,390	4,547	5,293	5,449
당기순이익	423	-231	498	1,562	1,816
감가상각비	2,206	2,480	2,504	2,504	2,514
외환손익	-200	122	-307	-340	-330
종속, 관계기업 관련손익	511	-163	-477	-560	-560
자산부채의 증감	-1,439	157	-1,234	-1,748	-1,934
기타현금흐름	1,828	3,025	3,563	3,874	3,943
투자활동 현금흐름	-6,585	-503	-8,022	-2,163	-2,187
투자자산	-315	4,957	-5,989	350	360
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,223	-2,360	-2,555	-2,600	-2,640
유형자산 감소	50	35	44	44	54
기타현금흐름	-2,098	-3,134	478	43	39
재무활동 현금흐름	1,416	-5,238	1,762	-2,202	-1,982
단기차입금	2,879	-6,836	787	-320	-450
사채 및 장기차입금	-8	3,042	2,456	-400	-50
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-887	-889	-889	-889	-889
기타현금흐름	-568	-556	-593	-593	-593
연결범위변동 등 기타	-243	-77	1,328	-721	-935
현금의 증감	-2,083	-428	-385	207	345
기초 현금	5,883	3,800	3,372	2,987	3,194
기말 현금	3,800	3,372	2,987	3,194	3,540
NOPLAT	3,298	4,576	1,617	1,928	2,181
FCF	-1,957	4,867	-168	-423	-456

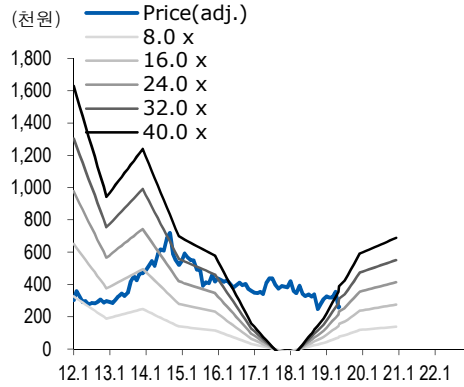
자료: 유안타증권

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

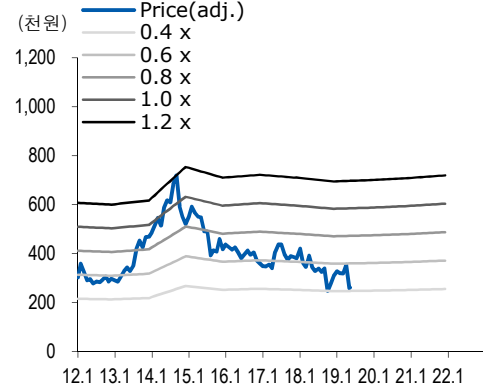
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,958	-2,233	4,712	14,793	17,202
BPS	595,438	582,704	587,158	594,039	603,506
EBITDAPS	52,267	46,689	39,184	42,108	44,587
SPS	366,029	358,278	331,358	343,349	356,201
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
PER	95.5	-150.7	55.4	17.6	15.2
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.1	9.9	9.1	8.5
PSR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	10.7	-2.1	-7.5	3.6	3.7
영업이익 증가율 (%)	1.0	-26.2	-33.6	19.2	13.1
지배순이익 증가율 (%)	-72.6	적전	촉전	213.9	16.3
매출총이익률 (%)	23.9	22.4	21.5	22.2	22.6
영업이익률 (%)	8.5	6.4	4.6	5.3	5.8
지배순이익률 (%)	1.1	-0.6	1.4	4.3	4.8
EBITDA 마진 (%)	14.3	13.0	11.8	12.3	12.5
ROIC	4.1	12.6	3.2	4.1	4.6
ROA	0.4	-0.3	0.5	1.7	1.9
ROE	0.7	-0.4	0.9	2.7	3.1
부채비율 (%)	62.7	56.2	62.5	61.6	60.6
순차입금/자기자본 (%)	27.0	15.7	23.4	21.8	20.5
영업이익/금융비용 (배)	6.2	4.0	2.6	3.1	3.6

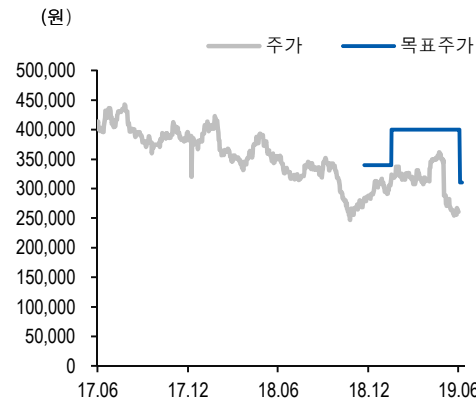
P/E band chart



P/B band chart



KCC (002380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-10	BUY	310,000	1년		
2019-01-23	BUY	400,000	1년	-21.67	-9.63
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)	0.6
Buy(매수)	87.8
Hold(중립)	11.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-06-08

※ 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.