

KCC (002380)

전자재



김기영

02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	310,000원 (U)
현재주가 (1/20)	233,500원
상승여력	33%

시가총액	24,649억원
총발행주식수	8,886,471주
60일 평균 거래대금	40억원
60일 평균 거래량	17,506주
52주 고	361,500원
52주 저	204,000원
외인지분율	19.76%
주요주주	정몽진 외 12 인 39.36%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.4	5.9	(23.6)
상대	(2.2)	(3.6)	(28.2)
절대(달러환산)	0.6	8.0	(26.0)

KCC, 분할 재상장 코멘트 및 전망

KCC, 분할 재상장 개요

1월 21일, KCC는 인적분할의 후속 절차로 존속법인 KCC와 신설법인 KCC Glass가 각각 재상장 될 예정이다. 분할비율(KCC 0.84 : KCC Glass 0.16)을 기준(반올림 적용, 신설법인 1/5 액면분할 고려)으로 한 시가총액은 존속법인 2조750억원(기준주가 233,500원), 신설법인 3,899억원(KCC Glass 46,700원)이 될 전망이다. [표 1] 인적분할 후 존속법인에는 유리 부문을 제외한 전자재와 도로, 실리콘 등을 포함한 소재 및 기타 사업이 남게되며 신설법인에는 유리 부문을 비롯해 PVC 상재, 홈씨씨인테리어 사업부가 편입된다. [그림 1~2] 인적분할 이후, 존속법인과 신설법인의 부채 규모는 각각 2.99조원, 0.15조원으로 부채 대부분이 존속법인에 귀속되며 관계기업 중 코리아오토글라스는 신설법인으로 이전된다.[표 2]

존속법인 : Momentive 연결 편입 / 신설법인 : 유리 부문의 저평가 해소 기대

존속법인 : 분할 이후 주가 약세 가능성 상존하나, 이를 매수 기회로 활용해야 한다고 판단한다. 1) 2020년 1월, Momentive(실리콘 법인) 실적 연결 편입(2020년 Momentive EBITDA 약 3억달러, EBITDA Margin : 14% 추정) 2) 국내 자동차/조선항 매출 증가에 따른 도로 부문 실적 개선(도로부문 영업이익 : 422억원(19E) → 555억원(20E)) 3) 삼성물산 주가 급등에 따른 자산가치 상승 및 매각 가능성 확대(KCC 매매거리지지 기간 중 삼성물산 주가 5.2% 상승, 배당락 기간 포함)가 존속법인 주가 상승의 근거가 될 전망이다.

신설법인 : 분할 이후 주가 강세를 전망한다. 1) 분할 이벤트를 통한 유리사업의 저평가 할인 축소(PBR 0.4x vs 글로벌 유리 글로벌 Peer 평균 PBR 1.3x) 2) 코리아오토글라스와 유리사업 시너지 효과 기대 3) 재무적 관점에서 낮은 부채와 현금 여력 확보 등이 부각될 전망이다.

분할 후 주가 상승을 전망하는 근거

유안타증권은 'KCC : '투자자가 알아야 할 분할 전/후 체크 포인트' Report(10/15)를 통해 금번 분할 이벤트는 1) 인적분할 이후 존속법인(실리콘 + 전자재 + 도로)과 신설법인(유리)의 해당 사업 역량 집중 2) 전자재 사업 분할을 통한 유리 부문의 저평가 해소를 긍정적 요인으로 판단한다. 한편, 사측은 형제간 지분스왑에 대한 시나리오는 공식적으로 검토한 바 없다고 언급했으나, 유안타증권은 분할 이후 그 가능성이 높을 것으로 전망한다.

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,657	-6.9	5.6	8,360	3.6
영업이익	284	13.3	-43.1	390	-27.2
세전계속사업이익	1,560	흑전	흑전	740	110.8
지배순이익	1,139	흑전	흑전	800	42.3
영업이익률 (%)	3.3	+0.6 %pt	-2.8 %pt	4.7	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	13.2	흑전	흑전	9.6	+3.6 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	38,640	37,822	33,355	34,712
영업이익	3,298	2,435	1,542	1,861
지배순이익	418	-236	-745	1,133
PER	95.5	-150.7	-33.1	21.8
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.1	9.9	9.2
ROE	0.7	-0.4	-1.3	2.0

자료: 유안타증권

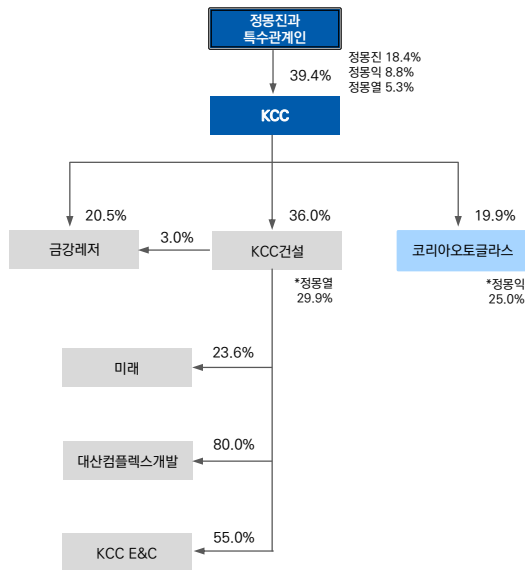
[표 1] KCC 분할 대상장 세부내용 요약

(단위: 억원, 주, 원)

항목	분할 전	존속법인(KCC)	신설법인(KCC Glass)	비고
시가총액 (억원)	24,649	20,750	3,899	매매거래 전, 분할비를 기준
발행주식수 (주)	10,556,513	8,886,471	*8,350,212	*신설법인 1/5 액면분할 반영
분할비율		0.8417998	0.1582002	
기준가 (원)		233,500	46,700	반올림 기준

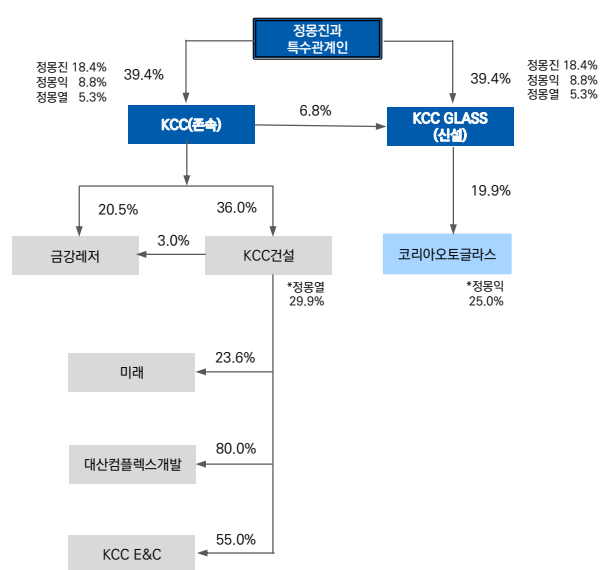
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] KCC 분할 전 지배구조도



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] KCC 분할 후 지배구조도



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] KCC 분할 전후 요약 재무제표

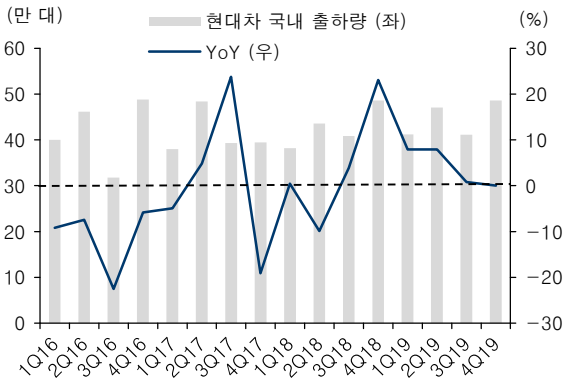
(단위: 백만원)

계정	분할 전	존속법인(KCC)	신설법인(KCC Glass)
자산총계	8,689,706	7,687,802	1,056,027
유동자산	2,329,201	1,919,874(현금성자산 8,937억원)	409,327(현금성자산 1,798억원)
비유동자산	6,360,505	5,767,928(삼성물산, 모멘티브 등 포함)	646,699(코리아오토글라스 포함)
부채총계	3,137,632	2,990,837	153,884
유동부채	1,429,933	1,310,753(차입금 7,505억원)	119,180(차입금 84억원)
비유동부채	1,707,699	1,680,084(차입금 12,053억원)	34,704(차입금 4억원)
자본총계	5,552,074	4,696,964	902,143
자본금	56,435	48,085	8,350
자본잉여금	525,944	538,494	887,572
자본조정	-122,873	-975,962	-
이익잉여금	5,092,568	5,086,347	6,221
분할비율	-	0.8417998	0.1582002

자료: 유안타증권 리서치센터

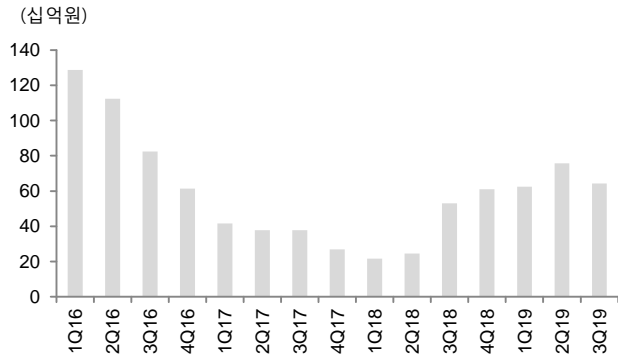
※분할 비율 산정 공식 : (분할부문 순자산의 장부가(8,745억원) + 지분법 평가 누적액(276억원)) / (분할전 순자산의 장부가(5조5,521억원) + 자기주식(1,228억원) + 지분법 평가 누적액(276억원))

[그림 3] 분기별 현대차 국내 출하량 추이



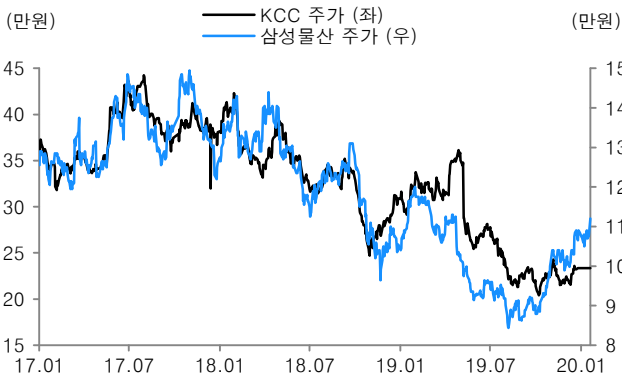
자료: 현대차, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 분기별 국내 조선용 도로 수주잔고 추이 [5억원 이상 계약 합산 기준]



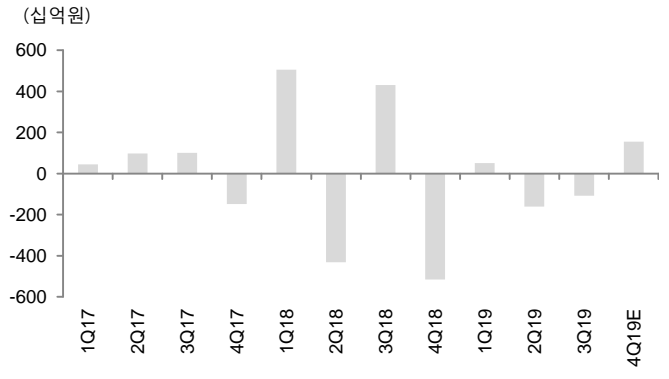
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 삼성물산, KCC 주가 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] KCC 분기별 세전이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] KCC 보유 주요 상장사 지분가치

(단위: 십억원, %)

기업	지분율	시가총액	KCC 지분가치	할인율	KCC 지분가치
삼성물산	8.97%	21,245	1,906	40%	1,143
한국조선해양	6.60%	9,094	600	40%	360
KCC 건설	36.03%	138	50	40%	30
코리아오토글라스	19.90%	314	62	40%	37
현대종합상사	12.00%	234	28	40%	17
HDC 현대산업개발	2.37%	1,013	24	40%	14
현대건설기계	2.35%	611	14	40%	9
현대일렉트릭엔지니어링시스템	4.01%	429	17	40%	10
HDC	1.25%	666	8	40%	5
현대코퍼레이션홀딩스	12.00%	106	13	40%	8
한라	9.53%	112	11	40%	6
한라홀딩스	4.13%	462	19	40%	11
합계		34,423	2,752	40%	1,651

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] KCC SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,141	
- EBITDA (연결)	428	12개월 선행 기준
- Multiple	5	국내 주요 전자재 업체 평균 20% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	2,672	
- 상장사 지분가치	1,651	삼성물산 외, 상장사 지분가치 40% 할인
- 자사주	101	40% 할인(723,065주)
- 지분법적용가치	467	장부가 40% 할인 (Mom Holding 약 610십억원 포함)
- 투자부동산	452	30% 할인
3. 순차입금	1,540	2020년 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,273	
- 발행주식수	10,556,513	
목표주가	310,000	반올림 적용, 삼성물산 지분가치 상승 요인 반영
현재주가	233,500	1월 20일 증가 기준
Upside	33%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 글로벌 유리 제조 기업 Valuation Table

		SGO FP Equity	5201 JP Equity	5202 JP Equity	600660 CH Equity	002000 KS Equity	002380 KS Equity
		생고뱅	아사히글라스	NSG	푸야오(FUYAO)	한국유리공업	KCC
시가총액(M\$)		21,993	7,152	548	7,689	-	1,948
P/E(배)	2016A	18.8	19.4	-	17.2	11.2	23.2
	2017A	16.2	16.2	13.0	21.8	2.6	89.7
	2018A	37.9	8.6	17.8	13.4	16.1	-
	2019E	10.7	13.2	4.9	15.9	-	37.4
	2020E	9.9	10.5	6.6	14.0	-	17.1
P/B(배)	2016A	1.3	0.8	0.7	3.0	0.5	0.6
	2017A	1.4	0.9	0.9	3.6	0.5	0.6
	2018A	0.9	0.7	0.8	2.7	0.8	0.5
	2019E	1.1	0.7	0.7	2.5	-	0.4
	2020E	1.0	0.6	0.7	2.3	-	0.4
ROE(%)	2016A	7.0	4.3	-35.7	18.3	4.4	2.6
	2017A	8.4	6.1	6.0	17.0	21.1	0.7
	2018A	2.3	7.7	4.9	21.0	5.1	-0.4
	2019E	10.2	5.6	13.5	16.0	-	-0.5
	2020E	10.2	6.4	11.4	16.6	-	2.2
EV/EBITDA	2016A	7.4	5.9	8.0	10.9	6.6	3.1
	2017A	7.4	6.4	7.1	13.3	2.0	3.6
	2018A	3.9	5.4	5.9	10.5	8.3	2.4
	2019E	6.0	5.5	6.6	10.4	-	8.8
	2020E	5.7	4.9	7.4	9.1	-	8.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

KCC (002380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	38,640	37,822	33,355	34,712	36,975
매출원가	29,391	29,366	25,907	26,847	28,510
매출총이익	9,249	8,456	7,449	7,865	8,466
판매비	5,951	6,021	5,907	6,005	6,259
영업이익	3,298	2,435	1,542	1,861	2,206
EBITDA	5,518	4,929	4,043	4,389	4,755
영업외손익	-2,360	-2,558	-2,166	-308	29
외환관련손익	-39	51	220	120	120
이자손익	-364	-360	-378	-371	-361
관계기업관련손익	-96	166	-301	180	200
기타	-1,860	-2,415	-1,707	-238	69
법인세비용차감전순이익	939	-123	-624	1,552	2,235
법인세비용	516	108	116	419	603
계속사업순이익	423	-231	-740	1,133	1,632
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	423	-231	-740	1,133	1,632
지배지분순이익	418	-236	-745	1,133	1,631
포괄순이익	-34	-358	-381	1,492	1,990
지배지분포괄이익	-36	-365	-384	1,502	2,004

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	25,354	25,599	25,775
현금및현금성자산	3,800	3,372	3,148	3,313	3,298
매출채권 및 기타채권	10,385	8,690	8,660	8,880	8,990
재고자산	5,495	5,926	5,820	5,850	5,910
비유동자산	70,915	63,198	66,194	66,368	66,361
유형자산	27,658	27,299	27,671	27,701	27,721
관계기업 등 지분관련자산	2,565	1,585	7,475	7,375	7,255
기타투자자산	33,210	26,833	23,084	23,286	23,356
자산총계	95,438	89,654	91,549	91,967	92,136
유동부채	26,035	14,222	18,914	21,614	21,786
매입채무 및 기타채무	5,967	5,810	5,310	5,550	5,720
단기차입금	12,482	5,644	9,780	9,370	9,270
유동성장기부채	6,904	1,018	2,966	5,826	5,856
비유동부채	10,740	18,019	16,497	13,967	14,007
장기차입금	1,102	1,118	1,316	1,296	1,246
사채	1,998	10,977	9,784	7,284	7,284
부채총계	36,775	32,241	35,410	35,581	35,793
지배지분	58,552	57,300	56,022	56,270	56,226
자본금	564	564	564	564	564
자본잉여금	4,676	4,676	4,676	4,676	4,676
이익잉여금	55,573	54,447	52,818	53,065	53,022
비지배지분	110	114	116	116	116
자본총계	58,663	57,413	56,138	56,386	56,343
순차입금	15,834	9,021	15,442	15,397	15,312
총차입금	24,180	20,529	25,927	25,877	25,787

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	3,329	5,390	3,432	4,386	4,995
당기순이익	423	-231	-740	1,133	1,632
감가상각비	2,206	2,480	2,483	2,510	2,530
외환손익	-200	122	210	-120	-120
종속, 관계기업 관련손익	511	-163	301	-180	-200
자산부채의 증감	-1,439	157	-815	-1,333	-1,243
기타현금흐름	1,828	3,025	1,993	2,376	2,396
투자활동 현금흐름	-6,585	-503	-7,289	-1,523	-1,683
투자자산	-315	4,957	-5,889	280	320
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,223	-2,360	-2,963	-2,560	-2,570
유형자산 감소	50	35	348	20	20
기타현금흐름	-2,098	-3,134	1,214	737	547
재무활동 현금흐름	1,416	-5,238	3,477	-1,661	-1,714
단기차입금	2,879	-6,836	4,122	-410	-100
사채 및 장기차입금	-8	3,042	946	340	-20
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-887	-889	-893	-893	-896
기타현금흐름	-568	-556	-698	-698	-698
연결범위변동 등 기타	-243	-77	155	-1,037	-1,612
현금의 증감	-2,083	-428	-224	165	-14
기초 현금	5,883	3,800	3,372	3,148	3,313
기말 현금	3,800	3,372	3,148	3,313	3,298
NOPLAT	3,298	4,576	1,828	1,861	2,206
FCF	-1,957	4,867	551	-6	346

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

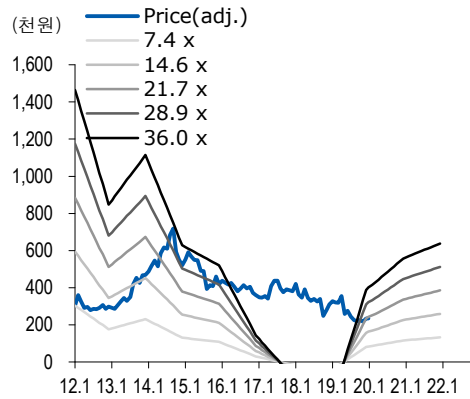
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

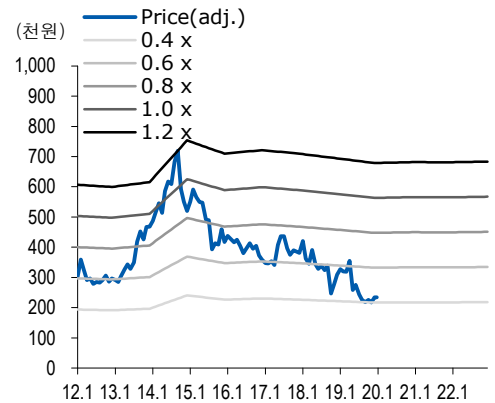
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,958	-2,233	-7,060	10,732	15,454
BPS	595,438	582,704	569,709	572,230	571,786
EBITDAPS	52,267	46,689	38,300	41,577	45,042
SPS	366,029	358,278	315,968	328,821	350,260
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
PER	95.5	-150.7	-33.1	21.8	15.1
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.1	9.1	9.9	9.2	8.4
PSR	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	10.7	-2.1	-11.8	4.1	6.5
영업이익 증가율 (%)	1.0	-26.2	-36.7	20.7	18.6
지배순이익 증가율 (%)	-72.6	적전	적지	흑전	44.0
매출총이익률 (%)	23.9	22.4	22.3	22.7	22.9
영업이익률 (%)	8.5	6.4	4.6	5.4	6.0
지배순이익률 (%)	1.1	-0.6	-2.2	3.3	4.4
EBITDA 마진 (%)	14.3	13.0	12.1	12.6	12.9
ROIC	4.1	12.6	5.1	3.7	4.3
ROA	0.4	-0.3	-0.8	1.2	1.8
ROE	0.7	-0.4	-1.3	2.0	2.9
부채비율 (%)	62.7	56.2	63.1	63.1	63.5
순차입금/자기자본 (%)	27.0	15.7	27.6	27.4	27.2
영업이익/금융비용 (배)	6.2	4.0	2.4	2.9	3.4

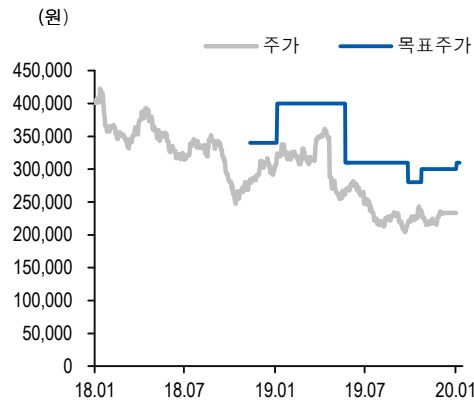
P/E band chart



P/B band chart



KCC (002380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-01-21	BUY	310,000	1년		
2019-11-11	BUY	300,000	1년	-24.38	-21.33
2019-10-15	BUY	280,000	1년	-18.26	-13.21
2019-06-10	BUY	310,000	1년	-22.37	-9.19
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)	85.8
Hold(중립)	13.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-01-18

※ 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.