



BUY (유지)

목표주가(12M) 350,000원(상향)
현재주가(2.07) 269,000원

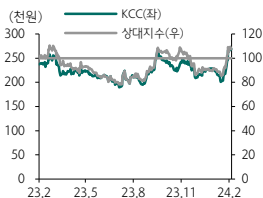
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,609.58
52주 최고/최저(원)	271,500/189,500
시가총액(십억원)	2,390.5
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	8,886.5
60일 평균 거래량(천주)	30.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.1
외국인지분율(%)	12.17
주요주주 지분율(%)	
정몽진 외 13 인	36.55
국민연금공단	9.04

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	6,251.6	6,325.7
영업이익(십억원)	321.2	414.4
순이익(십억원)	73.2	139.4
EPS(원)	7,253	14,331
BPS(원)	717,028	746,719

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	5,874.9	6,774.8	6,288.4	6,471.2
영업이익	388.8	467.7	309.9	457.4
세전이익	112.9	112.0	224.8	456.3
순이익	(45.8)	33.9	200.6	312.1
EPS	(5,152)	3,811	22,570	35,123
증감율	적전	흑전	492.23	55.62
PER	(61,14)	53.66	10.12	7.66
PBR	0.53	0.34	0.37	0.42
EV/EBITDA	8.70	7.03	8.68	7.39
ROE	(0.92)	0.67	3.90	5.91
BPS	589,689	610,212	614,445	642,948
DPS	7,000	8,000	8,000	8,000



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 08일 | 기업분석_Earnings Review

KCC (002380)

투자유가증권 활용 가능성에 실적 턴어라운드까지

4Q23 영업이익 컨센 17% 하회. 성과급 등 제외 시 컨센 부합

4Q23 영업이익은 553억원(QoQ -38%, YoY -4%)으로 컨센(666억원)을 17% 하회했다. 전 사에 걸쳐 반영된 성과급 등(약 300억원 추정) 일회성 요인 때문이다. 이를 제거하면 전분 기와 유사한 실적을 시현한 것으로 추정된다. 구체적인 사업부별 수치는 공시되지 않았으 며, 언급하는 수치는 하나증권의 추정치다. 건자재/도로 영업이익은 각각 458억원(QoQ -22%)/406(QoQ -32%)억원을 추정한다. 다만, 사상 최대 실적에 따른 대규모 성과급 요인 을 제외 시 실질적인 증익을 예상한다. 실리콘 영업이익은 -394억원으로 전분기와 유사하 다. 다만, 기초 제품군의 원가가 하락하며 월별로 마진이 개선된 점은 긍정적이다.

1Q24 영업이익 대폭 개선 예상

1Q24 영업이익은 978억원(QoQ +77%, YoY +29%)을 예상한다. 전 사업부 실적이 모두 개 선되기 때문이다. 건자재/도로 영업이익은 각각 539억원/549억원을 추정한다. 전분기에 반 영된 일회성 요인이 제거되고, 글라스올과 방오도로 중심의 실적 호조가 지속될 것으로 예 상하기 때문이다. 실리콘 영업이익은 -183억원으로 적자폭을 축소할 전망이다. 2년 전 계약 된 높은 원가에 대한 변경이 이뤄지고 있는데다, 중국 실리콘 업황 또한 최근 개선되며 실 제 회사의 평가도 일부 상향된 것으로 추정하기 때문이다.

TP 상향. 보유 투자유가증권 활용 가능성에 실적 턴어라운드까지

TP를 27만원에서 35만원으로 상향한다. 건재/도로를 중심으로 전사 이익 추정치를 상향했 고, 실리콘 또한 실적 정상화가 가능한 2024~25년으로 가치 산정 기간을 변경했다. 지분을 80%를 감안한 실리콘 EV 2.5조원, 건재/도로 EV 2.1조원, 투자유가증권 가치(시가를 40% 할인) 1.8조원, 순차입금 3.4조원을 감안해 목표 시총 3.1조원을 제시한다. 2024년 영업이익 은 4,574억원(YoY +48%)으로 대폭 개선될 전망이다. 단기적으로 실적은 4Q23이 저점이며, 1Q24부터 본격적인 회복 사이클로 접어들 것으로 예상한다. 회사는 모멘티브를 5월까지 미 국 시장에 상장할 계획이나, 최근 실적 둔화 등을 감안하면 적정 가치를 인정받기 힘들 가 능성도 배제하고 있지 않다. 따라서, F에게 부여된 드래그얼롱(공동매도 요구권) 조항 등을 감안해 회사는 남은 20%의 지분 인수 가능성도 열어두고 있는 것으로 보인다. 이 과정에서 보유하고 있는 투자유가증권을 활용할 가능성이 높다고 판단된다. 삼성물산 지분 9.1%를 포함한 투자유가증권의 시장 가치만 3.1조원에 달하기 때문에, 이 중 일부에 대한 유동화를 통한 모멘티브 100% 지분 확보와 차입금 축소 등이 가능하다면 기업가치는 빠르게 회복될 수 있다. 향후 회사의 액션이 실질적으로 행해질 경우, TP는 추가 상향될 수 있다는 의미다. 보유 중인 자사주 17.2% 또한 주주환원을 위한 재원이 될 수 있다는 점도 긍정적 요소다. PBR 0.4배로 여전히 절대적 저평가 상태다.

도표 1. KCC 4Q23 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q23P	3Q23	4Q22	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,582.4	1,552.7	1,641.2	-3.6	1.9	1,545.6	2.4
영업이익	55.3	88.4	57.6	-4.0	-37.4	66.6	-17.0
세전이익	13.4	65.0	50.5	-73.5	-79.4	N/A	N/A
순이익	54.5	47.0	125.9	-56.7	16.0	74.6	-26.9
영업이익률	3.5	5.7	3.5	0.0	-2.2	4.3	-0.8
세전이익률	0.8	4.2	3.1	-2.2	-3.3	N/A	N/A
순이익률	3.4	3.0	7.7	-4.2	0.4	4.8	-1.4

자료: 하나증권

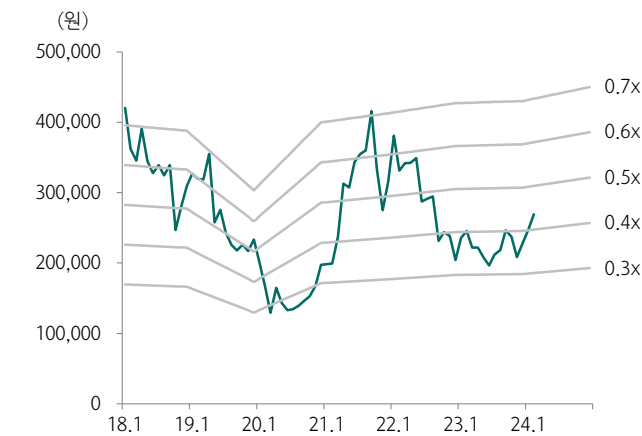
도표 2. KCC 연간 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	6,288.4	6,288.6	0.0	6,471.2	6,471.2	0.0
영업이익	309.9	322.3	-3.8	457.4	419.4	9.1
세전이익	224.8	269.5	-16.6	456.3	348.6	30.9
순이익	200.6	140.7	42.6	312.1	238.4	30.9
영업이익률	4.9	5.1	-0.2	7.1	6.5	0.6
세전이익률	3.6	4.3	-0.7	7.1	5.4	1.7
순이익률	3.2	2.2	1.0	4.8	3.7	1.1

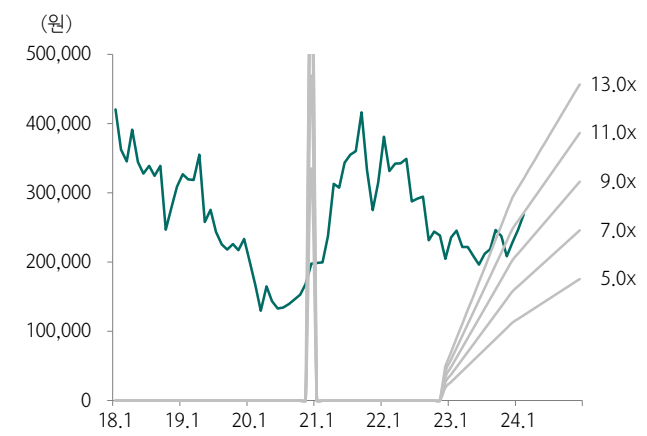
자료: 하나증권

도표 3. KCC 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. KCC 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5. KCC SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	사업부	영업이익	감가상각비	24F EBITDA	목표 EV/EBITDA	기업가치	
영업가치	실리콘	134.9	232.1	367.0	8.7	2,554	Shinetsu, Wacker 평균 Multiple 적용, 지분율 80% 반영
	건자재	173.1	38.7	211.8	5.0	1,059	국내 건설/건축업체 평균 EV/EBITDA Multiple 적용
	도료	165.3	38.7	204.0	5.0	1,020	국내 건설/건축업체 평균 EV/EBITDA Multiple 적용
	합계					4,633	
	법인명	주식수(천주)	지분율(%)	장부가(십억원)	현 주가(원)	시가평가(십억원)	
투자유가증권	삼성물산	17,010	9.1	1,760	152,500	2,594	HD한국조선해양 지분 매각분 반영
	HD한국조선	2,764	3.9	201	120,400	333	
	HDC현대산업개발	1,563	2.4	16	17,960	28	
	HL홀딩스	432	4.1	13	35,000	15	
	HDC	1,067	1.8	6	8,560	9	
	HL D&I	3,704	9.8	10	2,120	8	
	합계			2,292		3,130	
순차입금						3,400	2024년 말 기준
기업가치						3,111	투자유가증권 가치는 시가의 40% 할인 반영
주식수						8,886	천주
주당NAV						350,122	
목표주가						350,000	
현재주가						274,000	2/7일 종가 기준
Upside						28%	

자료: 하나증권

도표 6. KCC 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2021	FY2022	FY2023F	FY2024F
매출액	1,564.9	1,588.3	1,552.7	1,582.4	1,606.0	1,622.4	1,614.1	1,628.7	5,874.9	6,774.8	6,288.4	6,471.2
QoQ(%)	-4.6%	1.5%	-2.2%	1.9%	1.5%	1.0%	-0.5%	0.9%				
YoY(%)	-4.4%	-9.5%	-10.8%	-3.6%	2.6%	2.1%	4.0%	2.9%	15.6%	15.3%	-7.2%	2.9%
실리콘 사업부	804.0	764.3	700.4	719.7	733.9	734.3	730.6	738.3	3,120.3	3,709.1	2,988.3	2,937.1
건자재	288.8	257.3	276.5	274.2	269.3	273.4	272.3	271.7	937.9	1,113.5	1,096.8	1,086.6
도료	359.8	439.0	404.7	451.6	457.4	463.5	466.7	471.8	1,457.5	1,514.3	1,655.1	1,859.4
기타	112.4	127.8	171.1	137.1	145.3	151.2	144.5	147.0	359.2	437.9	548.4	588.1
영업이익	75.8	90.4	88.4	55.3	97.8	122.2	121.2	116.2	388.8	467.7	309.9	457.4
영업이익률(%)	4.8%	5.7%	5.7%	3.5%	6.1%	7.5%	7.5%	7.1%	6.6%	6.9%	4.9%	7.1%
QoQ(%)	31.6%	19.2%	-2.2%	-37.5%	76.8%	25.0%	-0.8%	-4.1%				
YoY(%)	-49.2%	-45.0%	-8.2%	-4.1%	28.9%	35.2%	37.1%	110.2%	190.6%	20.3%	-33.73%	47.59%
실리콘	13.2	-16.0	-38.3	-39.4	-18.3	22.0	40.2	44.3	269.2	261.5	-80.5	88.2
영업이익률(%)	1.6%	-2.1%	-5.5%	-5.5%	-2.5%	3.0%	5.5%	6.0%	8.6%	7.0%	-2.7%	3.0%
QoQ(%)	-9.0%	적전	적지	적지	적지	흑전	82.4%	10.2%				
YoY(%)	-88.1%	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	1079.7%	-2.9%	적전	흑전
건자재	35.0	47.6	58.6	45.8	53.9	43.5	39.2	36.6	77.3	119.8	187.0	173.1
영업이익률(%)	12.1%	18.5%	21.2%	16.7%	20.0%	15.9%	14.4%	13.5%	8.2%	10.8%	17.1%	15.9%
QoQ(%)	12.9%	35.8%	23.3%	-21.9%	17.6%	-19.3%	-9.7%	-6.7%				
YoY(%)	66.1%	26.2%	95.6%	47.5%	53.8%	-8.6%	-33.1%	-20.1%	-8.7%	55.0%	56.1%	-7.4%
도료	20.8	48.4	59.9	40.6	54.9	48.8	34.0	27.6	26.3	60.4	169.7	165.3
영업이익률(%)	5.8%	11.0%	14.8%	9.0%	12.0%	10.5%	7.3%	5.9%	1.8%	4.0%	10.3%	8.9%
QoQ(%)	96.3%	133.1%	23.8%	-32.2%	35.0%	-11.1%	-30.4%	-18.6%				
YoY(%)	198.1%	141.5%	162.9%	284.2%	164.3%	0.8%	-43.3%	-32.0%	224.6%	129.7%	181.1%	-2.6%
기타	1.6	4.2	3.6	2.9	3.0	3.2	3.0	3.1	-3.8	5.9	12.2	12.3
영업이익률(%)	1.4%	3.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-1.1%	1.4%	2.2%	2.1%
QoQ(%)	흑전	157.4%	-14.5%	-19.9%	6.0%	4.0%	-4.4%	1.7%				
YoY(%)	-28.3%	-25.1%	75.1%	흑전	86.9%	-24.5%	-15.5%	7.2%	적전	흑전	105.4%	0.3%
당기순이익	-15.5	67.3	11.2	17.3	130.5	72.0	75.3	69.0	-53.2	28.7	80.4	346.8
당기순이익률(%)	-1.0%	4.2%	0.7%	1.1%	8.1%	4.4%	4.7%	4.2%	-0.9%	0.4%	1.3%	5.4%
QoQ(%)	적전	흑전	-83.3%	53.7%	655.8%	-44.9%	4.7%	-8.4%				
YoY(%)	적전	-63.0%	흑전	-78.3%	흑전	6.9%	570.5%	299.5%	적전	흑전	180.4%	331.5%
지배순이익	8.1	91.0	47.0	54.5	104.4	57.6	60.3	55.2	-45.8	33.9	200.6	312.1

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,874.9	6,774.8	6,288.4	6,471.2	6,638.6
매출원가	4,548.3	5,289.9	5,035.2	5,043.1	5,126.4
매출총이익	1,326.6	1,484.9	1,253.2	1,428.1	1,512.2
판매비	937.8	1,017.2	943.3	970.7	995.8
영업이익	388.8	467.7	309.9	457.4	516.4
금융손익	(373.1)	(303.2)	(43.1)	(81.1)	(77.9)
중속/관계기업손익	191.6	25.1	(40.0)	10.0	20.0
기타영업외손익	(94.4)	(77.6)	(2.1)	70.0	0.0
세전이익	112.9	112.0	224.8	456.3	458.4
법인세	166.1	83.3	144.4	109.5	110.0
계속사업이익	(53.2)	28.7	80.4	346.8	348.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(53.2)	28.7	80.4	346.8	348.4
비배주주지분 순이익	(7.4)	(5.2)	(16.1)	34.7	34.8
지배주주순이익	(45.8)	33.9	200.6	312.1	313.6
지배주주지분포괄이익	161.7	235.7	57.7	249.0	250.1
NOPAT	(183.3)	119.7	110.8	347.7	392.4
EBITDA	797.2	901.3	719.9	844.3	883.5
성장성(%)					
매출액증가율	15.57	15.32	(7.18)	2.91	2.59
NOPAT증가율	적전	흑전	(7.44)	213.81	12.86
EBITDA증가율	43.90	13.06	(20.13)	17.28	4.64
영업이익증가율	190.58	20.29	(33.74)	47.60	12.90
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	491.74	55.58	0.48
EPS증가율	적전	흑전	492.23	55.62	0.47
수익성(%)					
매출총이익률	22.58	21.92	19.93	22.07	22.78
EBITDA이익률	13.57	13.30	11.45	13.05	13.31
영업이익률	6.62	6.90	4.93	7.07	7.78
계속사업이익률	(0.91)	0.42	1.28	5.36	5.25

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(5,152)	3,811	22,570	35,123	35,287
BPS	589,689	610,212	614,445	642,948	671,614
CFPS	102,237	112,875	85,452	94,064	98,471
EBITDAPS	89,712	101,423	81,009	95,011	99,418
SPS	661,106	762,372	707,639	728,212	747,041
DPS	7,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주가지표(배)					
PER	(61.14)	53.66	10.12	7.66	7.62
PBR	0.53	0.34	0.37	0.42	0.40
PCFR	3.08	1.81	2.67	2.86	2.73
EV/EBITDA	8.70	7.03	8.68	7.39	6.69
PSR	0.48	0.27	0.32	0.37	0.36
재무비율(%)					
ROE	(0.92)	0.67	3.90	5.91	5.66
ROA	(0.36)	0.26	1.58	2.50	2.45
ROIC	(3.12)	1.93	1.78	5.74	6.59
부채비율	139.56	136.32	120.56	115.72	111.21
순부채비율	70.59	73.67	68.15	58.28	49.55
이자보상배율(배)	2.73	2.62	1.80	2.86	3.22

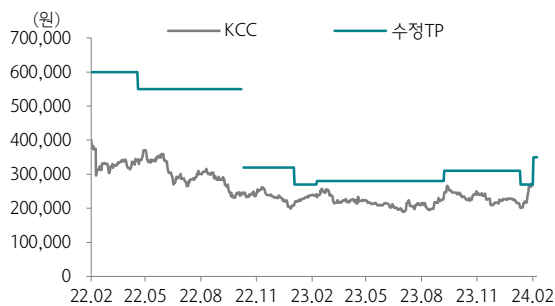
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,668.1	4,029.8	3,421.3	3,886.2	4,330.1
금융자산	1,161.7	1,202.2	796.8	1,185.3	1,559.4
현금성자산	541.2	776.7	401.8	778.9	1,142.5
매출채권	1,024.3	1,077.4	1,000.0	1,029.1	1,055.7
재고자산	1,306.4	1,576.1	1,462.9	1,505.5	1,544.4
기타유동자산	175.7	174.1	161.6	166.3	170.6
비유동자산	9,210.7	9,088.7	8,870.0	8,756.4	8,660.0
투자자산	3,482.6	3,287.9	3,215.1	3,242.4	3,267.5
금융자산	2,685.4	2,395.5	2,386.7	2,390.0	2,393.0
유형자산	3,560.3	3,534.8	3,428.3	3,323.1	3,234.0
무형자산	1,263.1	1,296.8	1,257.4	1,221.7	1,189.3
기타비유동자산	904.7	969.2	969.2	969.2	969.2
자산총계	12,878.9	13,118.5	12,291.3	12,642.6	12,990.1
유동부채	2,700.0	2,869.4	2,080.8	2,121.5	2,158.8
금융부채	1,276.4	1,432.0	734.7	741.1	746.9
매입채무	788.5	711.3	660.2	679.4	697.0
기타유동부채	635.1	726.1	685.9	701.0	714.9
비유동부채	4,802.8	4,698.0	4,637.8	4,660.4	4,681.1
금융부채	3,680.4	3,860.0	3,860.0	3,860.0	3,860.0
기타비유동부채	1,122.4	838.0	777.8	800.4	821.1
부채총계	7,502.8	7,567.3	6,718.7	6,782.0	6,839.9
지배주주지분	5,035.3	5,117.7	5,155.4	5,408.7	5,663.4
자본금	48.1	48.1	48.1	48.1	48.1
자본잉여금	552.9	552.9	552.9	552.9	552.9
자본조정	(205.0)	(304.8)	(304.8)	(304.8)	(304.8)
기타포괄이익누계액	(39.2)	23.2	23.2	23.2	23.2
이익잉여금	4,678.4	4,798.4	4,836.0	5,089.3	5,344.1
비지배주주지분	340.8	433.4	417.3	452.0	486.8
자본총계	5,376.1	5,551.1	5,572.7	5,860.7	6,150.2
순금융부채	3,795.2	4,089.7	3,797.9	3,415.7	3,047.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	424.0	384.6	640.3	716.8	756.3
당기순이익	(53.2)	28.7	80.4	346.8	348.4
조정	824.5	801.0	534.5	379.5	416.6
감가상각비	408.5	433.6	410.0	386.9	367.1
외환거래손익	(6.7)	44.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(193.8)	(25.1)	40.0	(10.0)	(20.0)
기타	616.5	348.1	84.5	2.6	69.5
영업활동 자산부채변동	(347.3)	(445.1)	25.4	(9.5)	(8.7)
투자활동 현금흐름	(237.3)	36.1	(113.4)	(117.5)	(170.5)
투자자산감소(증가)	(64.3)	219.7	32.8	52.6	(5.1)
자본증가(감소)	(218.6)	(378.6)	(264.1)	(245.9)	(245.6)
기타	45.6	195.0	117.9	75.8	80.2
재무활동 현금흐름	(161.1)	(184.1)	(928.2)	(212.4)	(213.2)
금융부채증가(감소)	122.5	335.1	(697.3)	6.4	5.9
자본증가(감소)	60.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(297.7)	(465.9)	(172.1)	(160.0)	(160.3)
배당지급	(45.9)	(53.3)	(58.8)	(58.8)	(58.8)
현금의 증감	48.7	236.5	(375.9)	377.1	363.6
Unlevered CFO	908.5	1,003.1	759.4	835.9	875.1
Free Cash Flow	169.6	(0.2)	376.2	470.9	510.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KCC



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.8	BUY	350,000		
24.1.18	BUY	270,000	-11.80%	0.56%
23.9.14	BUY	310,000	-25.47%	-14.19%
23.2.15	BUY	280,000	-22.56%	-7.86%
23.1.9	BUY	270,000	-14.43%	-10.37%
22.10.17	BUY	320,000	-26.44%	-17.97%
22.4.25	BUY	550,000	-45.60%	-32.64%
22.1.4	BUY	600,000	-42.61%	-32.33%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 2월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.52%	6.02%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 02월 05일