



BUY (유지)

목표주가(12M) **380,000원**
현재주가(7.12) **314,000원**

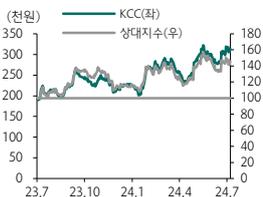
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,857.00
52주 최고/최저(원)	322,000/193,400
시가총액(십억원)	2,790.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	8,886.5
60일 평균 거래량(천주)	31.4
60일 평균 거래대금(십억원)	9.1
외국인지분율(%)	15.39
주요주주 지분율(%)	
정몽진 외 13 인	35.70
국민연금공단	9.04

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	6,520.3	6,814.5
영업이익(십억원)	488.9	550.4
순이익(십억원)	545.6	358.6
EPS(원)	89,833	65,633
BPS(원)	795,222	857,201

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	6,774.8	6,288.4	6,514.7	6,728.1
영업이익	467.7	312.5	483.3	559.6
세전이익	112.0	244.4	907.0	467.0
순이익	33.9	212.7	630.9	333.6
EPS	3,811	23,931	70,996	37,543
증감율	흑전	527.95	196.67	(47.12)
PER	53.66	9.55	4.42	8.36
PBR	0.34	0.37	0.46	0.44
EV/EBITDA	7.03	8.44	6.85	6.07
ROE	0.67	4.13	11.55	5.67
BPS	610,212	616,916	681,292	712,214
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000



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

하나증권 리서치센터

2024년 07월 15일 | 기업분석_Update

KCC (002380)

실리콘 흑자폭 확대로 2025년 사상 최대 실적이 보인다

경쟁사의 실리콘 EBITDA 흑자 전환과 가격 인상 움직임

7/12일 노르웨이 Elkem은 모든 지역에서 판매량이 증가하면서 실리콘의 매출액이 QoQ +13% 증가했고, EBITDA는 흑자전환 했다고 밝혔다. 이로 인해, 주가는 DoD +12% 급등했다. 중국의 실록산 Capa는 2023년 270만톤에서 2024년 330만톤으로 YoY +22% 증가해 여전히 2024년에도 공급 부담이 높다. 하지만, 회사는 중국 건설 관련 수요가 여전히 약한 건 사실이나, 자동차 판매량이 5월 누적 YoY +7% 증가하며 회복의 시그널이 보이기 시작했다고 언급했다. 실제, 중국 DMC 생산량은 2023년 하반기 월 17만톤 수준이었으나 5월 기준 21만톤 수준으로 약 20% 증가하고, 가동률도 75% 수준에서 80%를 상회하기 시작했다. 또한 회사는 유럽/미국의 수요 회복세를 예상했다. 이를 반영해 경쟁사인 Shin-Etsu가 글로벌 가격을 6월에 10% 인상했고, Elkem 또한 이에 동참할 계획을 밝혔다. KCC는 이미 고부가 제품군에서의 판매량 증가로 1Q24 실리콘 매출액이 QoQ +8% 증가해 약 2년 만에 처음으로 QoQ 회복기에 진입했고, 영업이익은 흑자전환 했다. Elkem의 실적 개선과 Shin-Etsu의 가격 인상 움직임을 감안할 때, OPM 적자인 범용 실리콘에서도 개선이 나타나면서 실리콘 전체적으로 추가 흑자 확대가 예상된다. 하나증권은 KCC의 실리콘 영업이익이 1Q24 27억원에서 2Q24 83억원(OPM +1%)으로 개선될 것으로 추정한다.

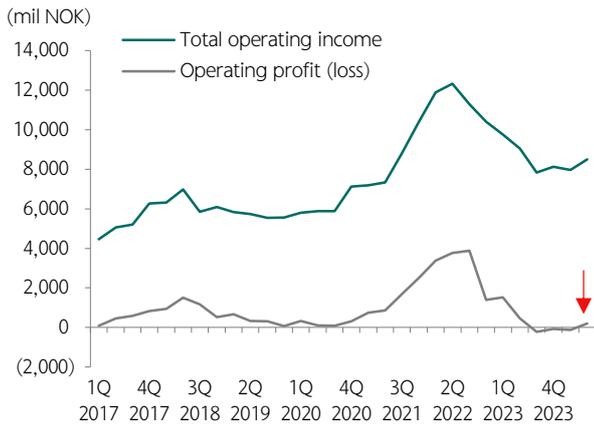
2022년 상반기와 달라진 점: 건자재/도료의 호조

KCC의 영업이익은 2Q22 1,642억원으로 분기 사상 최대치를 기록했고, 주가는 이를 선반영하며 최고점 47만원을 터치한 바 있다. 당시 실리콘은 분기 당 약 1~1.1천억원의 영업이익을, 건자재/도료는 400~500억원의 영업이익을 기록한 바 있다. 실리콘의 높은 이익은 중국의 전력부족 심화로 가격이 일시적으로 급등한 덕이다. 하지만, 현재 건자재/도료의 합산 영업이익은 1~1.1천억원으로 당시 대비 크게 레벨업 되었다. 특히, 조선용 방오도료의 호조가 지속되고 해외법인(인도/베트남)까지 이익 기여도가 상향되고 있는 상황을 감안할 때, 건자재/도료의 이익 호조는 2025년까지 지속될 것이다. 참고로, 최근 도료 판매량과 매출액은 2022년 분기 평균 대비 약 +16~17% 증가했고, 특히 선박용 도료 판가는 1Q21 대비 내수 가격 +37%, 수출가격 +63% 상승했다.

2025년 영업이익 사상 최대치 경신 예상. PBR 0.46배로 절대 저평가

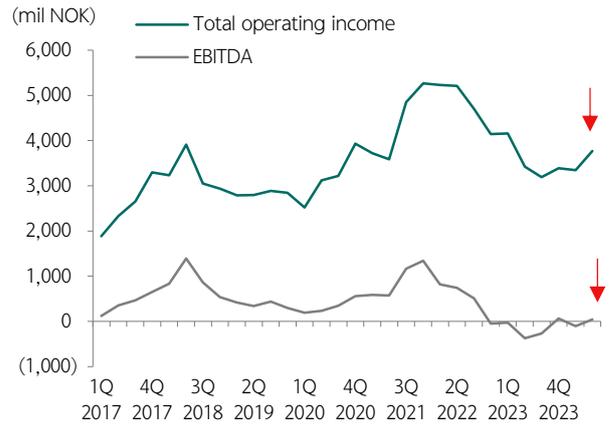
BUY, TP 38만원을 유지한다. 건자재/도료의 높은 이익과 원재료 계약 변경/업황 회복에 따른 실리콘 OPM 6%를 가정해 2025년 영업이익을 사상 최대치인 5,596억원(YoY +16%)으로 추정한다. 2025년 실적 호조 가능성과 보유 자산을 활용한 차입금 감축/이자비용 절감, 자사주를 활용한 주주환원 정책 강화 가능성 등을 감안하면 현재의 PBR 0.46배는 절대 저평가다. 확실히 2022년 대비 2025년 회사의 Valuation Re-rating 가능성은 높아진 상태다.

도표 1. 노르웨이 Elkem 영업이익 4개 분기 만에 흑자전환



자료: Elkem, 하나증권

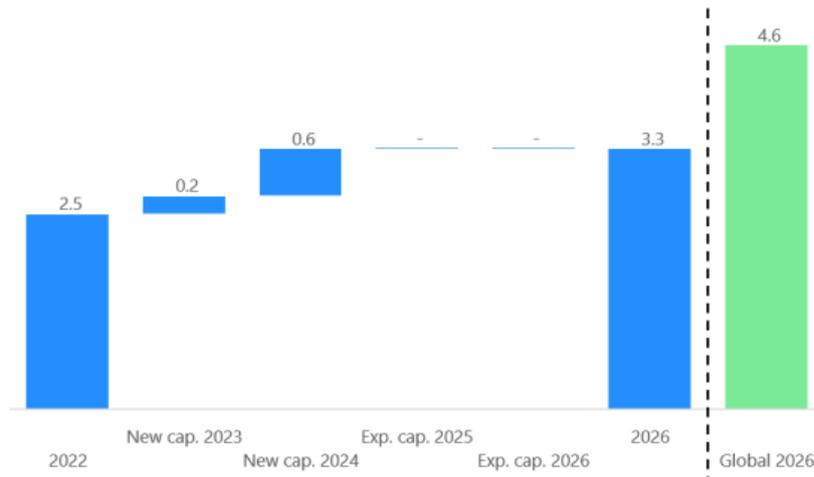
도표 2. Silicone 사업부 매출액 QoQ +12%, EBITDA 흑자전환



자료: Elkem, 하나증권

도표 3. 중국 실록산 생산 Capa는 2024년 증설 이후 2025~26년 전무한 구간에 진입

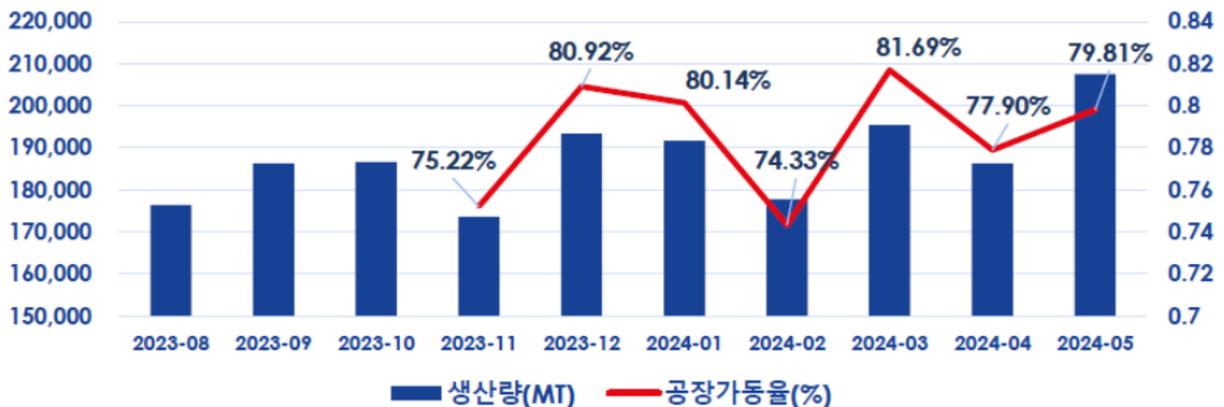
Estimated production capacity siloxane (in million tonnes)



자료: Elkem, 하나증권

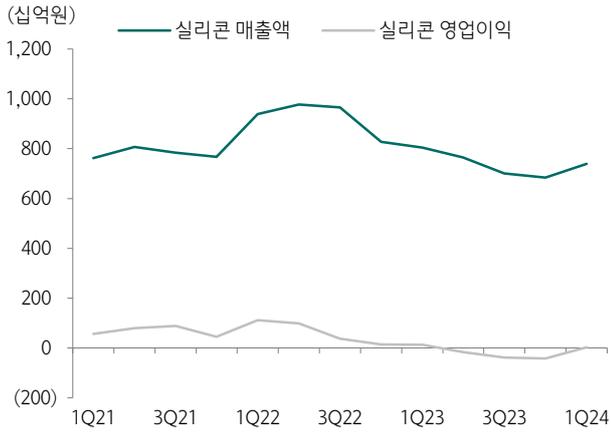
도표 4. 중국 DMC(실록산의 한 유형) 생산량 2023년 부진을 털고 2024년 들어 지속 증가. 5월 생산량은 근래 최대치 기록

중국 내 DMC 생산량 및 공장가동률



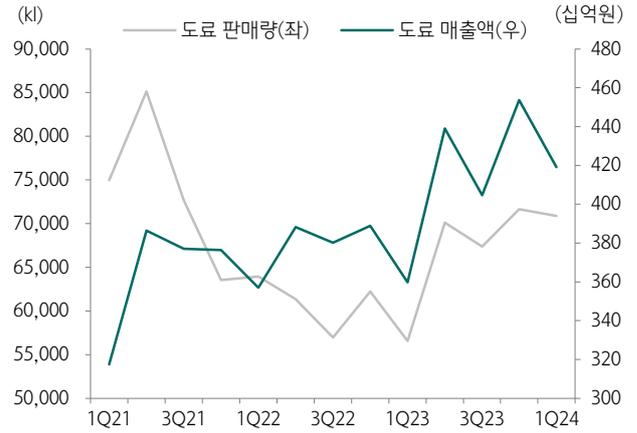
자료: KCC, 하나증권

도표 5. KCC의 실리콘 사업부 매출액 4Q23을 저점으로 1Q24 회복



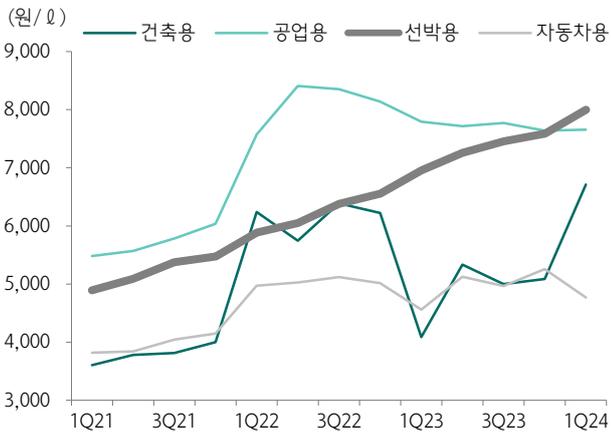
자료: KCC, 하나증권

도표 6. KCC의 실리콘 사업부 영업이익 1Q24부터 흑자전환



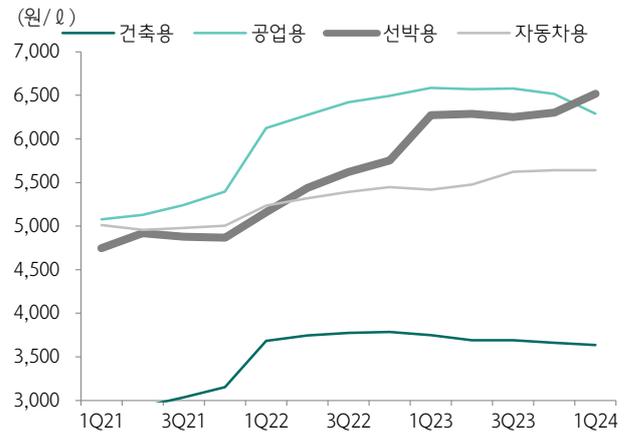
자료: KCC, 하나증권

도표 7. KCC 도료 수출 가격 추이. 선박용 가격 지속 상승



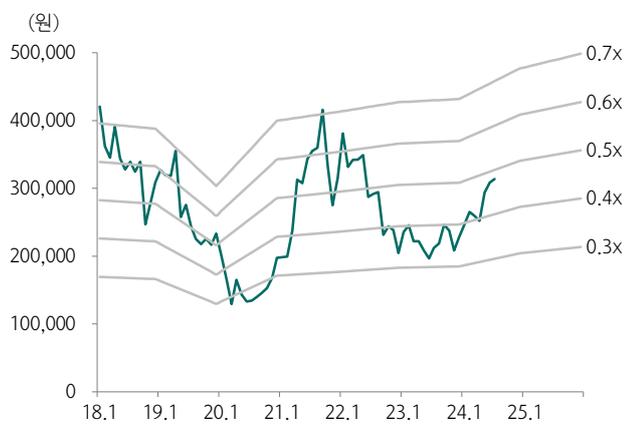
자료: KCC, 하나증권

도표 8. KCC 도료 내수 가격 추이. 선박용 가격 지속 상승



자료: KCC, 하나증권

도표 9. KCC 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 10. KCC 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 11. KCC 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	1,564.9	1,588.3	1,552.7	1,582.4	1,588.4	1,635.5	1,635.9	1,655.0	6,774.8	6,288.4	6,514.7	6,728.1
QoQ(%)	-4.6%	1.5%	-2.2%	1.9%	0.4%	3.0%	0.0%	1.2%				
YoY(%)	-4.4%	-9.5%	-10.8%	-3.6%	1.5%	3.0%	5.4%	4.6%	15.3%	-7.2%	3.6%	3.3%
실리콘 사업부	804.0	764.3	700.4	683.7	738.5	755.6	750.4	763.2	3,709.1	2,952.4	3,007.8	3,120.4
건자재	288.8	257.3	276.5	295.1	264.5	278.7	279.5	274.2	1,113.5	1,117.7	1,097.0	1,107.7
도료	359.8	439.0	404.7	453.6	419.1	438.8	446.4	454.7	1,514.3	1,657.0	1,759.0	1,853.6
기타	112.4	127.8	171.1	150.0	166.3	162.5	159.6	162.8	437.9	561.3	651.1	646.4
영업이익	75.8	90.4	88.4	57.9	106.9	122.7	124.8	128.9	467.7	312.5	483.3	559.6
영업이익률(%)	4.8%	5.7%	5.7%	3.7%	6.7%	7.5%	7.6%	7.8%	6.9%	5.0%	7.4%	8.3%
QoQ(%)	31.6%	19.2%	-2.2%	-34.5%	84.7%	14.8%	1.7%	3.3%				
YoY(%)	-49.2%	-45.0%	-8.2%	0.4%	41.0%	35.7%	41.1%	122.6%	20.3%	-33.2%	54.6%	15.8%
실리콘	13.2	-16.0	-38.3	-42.1	2.7	8.3	18.8	34.3	261.5	-83.3	64.2	183.4
영업이익률(%)	1.6%	-2.1%	-5.5%	-6.2%	0.4%	1.1%	2.5%	4.5%	7.0%	-2.8%	2.1%	5.9%
QoQ(%)	-9.0%	적전	적지	적지	흑전	203.2%	125.7%	83.1%				
YoY(%)	-88.1%	적전	적전	적전	-79.3%	흑전	흑전	흑전	-2.9%	적전	흑전	185.8%
건자재	35.0	47.6	58.6	52.1	44.4	51.0	47.0	42.0	119.8	193.3	184.4	163.4
영업이익률(%)	12.1%	18.5%	21.2%	17.6%	16.8%	18.3%	16.8%	15.3%	10.8%	17.3%	16.8%	14.8%
QoQ(%)	12.9%	35.8%	23.3%	-11.2%	-14.6%	14.6%	-7.8%	-10.5%				
YoY(%)	66.1%	26.2%	95.6%	67.7%	26.9%	7.1%	-19.9%	-19.2%	55.0%	61.3%	-4.6%	-11.4%
도료	20.8	48.4	59.9	46.8	54.6	58.6	53.8	47.4	60.4	175.9	214.5	192.5
영업이익률(%)	5.8%	11.0%	14.8%	10.3%	13.0%	13.4%	12.1%	10.4%	4.0%	10.6%	12.2%	10.4%
QoQ(%)	96.3%	133.1%	23.8%	-21.9%	16.7%	7.3%	-8.1%	-11.9%				
YoY(%)	198.1%	141.5%	162.9%	342.4%	163.0%	21.1%	-10.1%	1.4%	129.7%	191.3%	22.0%	-10.2%
기타	1.6	4.2	3.6	-5.5	-1.0	-1.0	-0.9	-1.0	5.9	3.9	-3.9	-3.8
영업이익률(%)	1.4%	3.3%	2.1%	-3.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	1.4%	0.7%	-0.6%	-0.6%
QoQ(%)	흑전	157.4%	-14.5%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	-28.3%	-25.1%	75.1%	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	-34.3%	적전	적지
당기순이익	-15.5	67.3	11.2	29.4	454.9	74.8	71.2	70.3	28.7	92.5	671.2	354.9
당기순이익률(%)	-1.0%	4.2%	0.7%	1.9%	28.6%	4.6%	4.4%	4.2%	0.4%	1.5%	10.3%	5.3%
QoQ(%)	적전	흑전	-83.3%	161.5%	1,447.7%	-83.6%	-4.8%	-1.3%				
YoY(%)	적전	-63.0%	흑전	-63.1%	흑전	11.1%	533.5%	139.1%	흑전	222.7%	625.6%	-47.1%
지배순이익	8.1	91.0	47.0	66.6	472.2	70.3	66.9	66.1	33.9	212.7	630.9	333.6

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	6,774.8	6,288.4	6,514.7	6,728.1	6,931.3
매출원가	5,289.9	4,959.9	5,054.3	5,159.3	5,301.0
매출총이익	1,484.9	1,328.5	1,460.4	1,568.8	1,630.3
판매비	1,017.2	1,016.0	977.2	1,009.2	1,039.7
영업이익	467.7	312.5	483.3	559.6	590.6
금융손익	(303.2)	169.1	413.7	(112.6)	(133.5)
중속/관계기업손익	25.1	(200.3)	10.0	20.0	20.0
기타영업외손익	(77.6)	(36.9)	0.0	0.0	0.0
세전이익	112.0	244.4	907.0	467.0	477.0
법인세	83.3	151.9	235.8	112.1	114.5
계속사업이익	28.7	92.5	671.2	354.9	362.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	28.7	92.5	671.2	354.9	362.6
비배주주지분 순이익	(5.2)	(120.2)	40.3	21.3	21.8
지배주주순이익	33.9	212.7	630.9	333.6	340.8
지배주주지분포괄이익	235.7	118.4	(1,775.0)	(938.6)	(958.8)
NOPAT	119.7	118.3	357.6	425.3	448.8
EBITDA	901.3	756.1	898.8	951.5	963.3
성장성(%)					
매출액증가율	15.32	(7.18)	3.60	3.28	3.02
NOPAT증가율	흑전	(1.17)	202.28	18.93	5.53
EBITDA증가율	13.06	(16.11)	18.87	5.86	1.24
영업이익증가율	20.29	(33.18)	54.66	15.79	5.54
(지배주주)순이익증가율	흑전	527.43	196.61	(47.12)	2.16
EPS증가율	흑전	527.95	196.67	(47.12)	2.15
수익성(%)					
매출총이익률	21.92	21.13	22.42	23.32	23.52
EBITDA이익률	13.30	12.02	13.80	14.14	13.90
영업이익률	6.90	4.97	7.42	8.32	8.52
계속사업이익률	0.42	1.47	10.30	5.27	5.23

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,811	23,931	70,996	37,543	38,351
BPS	610,212	616,916	681,292	712,214	743,945
CFPS	112,875	95,882	100,199	106,121	104,082
EBITDAPS	101,423	85,088	101,146	107,068	108,406
SPS	762,372	707,642	733,108	757,123	779,978
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주기지표(배)					
PER	53.66	9.55	4.42	8.36	8.19
PBR	0.34	0.37	0.46	0.44	0.42
PCFR	1.81	2.38	3.13	2.96	3.02
EV/EBITDA	7.03	8.44	6.85	6.07	5.62
PSR	0.27	0.32	0.43	0.41	0.40
재무비율(%)					
ROE	0.67	4.13	11.55	5.67	5.53
ROA	0.26	1.61	4.76	2.50	2.49
ROIC	1.93	1.91	5.99	7.27	7.80
부채비율	136.32	145.13	116.72	112.63	108.72
순부채비율	73.67	74.91	55.17	46.33	38.48
이자보상배율(배)	2.62	1.23	1.99	2.52	2.65

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,029.8	4,178.2	4,099.8	4,599.7	5,077.7
금융자산	1,202.2	1,601.6	1,430.5	1,843.0	2,237.7
현금성자산	776.7	1,045.1	854.0	1,247.6	1,624.4
매출채권	1,077.4	1,039.8	1,077.2	1,112.5	1,146.1
재고자산	1,576.1	1,399.0	1,449.3	1,496.8	1,542.0
기타유동자산	174.1	137.8	142.8	147.4	151.9
비유동자산	9,088.7	9,175.3	9,033.4	8,915.2	8,822.3
투자자산	3,287.9	3,439.6	3,465.7	3,490.4	3,513.9
금융자산	2,395.5	2,734.8	2,735.6	2,736.3	2,737.0
유형자산	3,534.8	3,447.1	3,320.7	3,215.1	3,132.1
무형자산	1,296.8	1,281.9	1,240.2	1,203.0	1,169.6
기타비유동자산	969.2	1,006.7	1,006.8	1,006.7	1,006.7
자산총계	13,118.5	13,353.5	13,133.3	13,514.9	13,900.1
유동부채	2,869.4	3,836.4	2,970.4	3,024.3	3,075.6
금융부채	1,432.0	2,544.8	1,636.0	1,649.7	1,662.8
매입채무	711.3	647.4	670.7	692.7	713.6
기타유동부채	726.1	644.2	663.7	681.9	699.2
비유동부채	4,698.0	4,069.5	4,103.0	4,134.7	4,164.7
금융부채	3,860.0	3,137.7	3,137.7	3,137.7	3,137.7
기타비유동부채	838.0	931.8	965.3	997.0	1,027.0
부채총계	7,567.3	7,905.9	7,073.4	7,158.9	7,240.4
지배주주지분	5,117.7	5,177.3	5,749.5	6,024.3	6,306.2
자본금	48.1	48.1	48.1	48.1	48.1
자본잉여금	552.9	552.9	552.9	552.9	552.9
자본조정	(304.8)	(304.8)	(304.8)	(304.8)	(304.8)
기타포괄이익누계액	23.2	(21.2)	(21.2)	(21.2)	(21.2)
이익잉여금	4,798.4	4,902.4	5,474.5	5,749.3	6,031.3
비지배주주지분	433.4	270.2	310.4	331.7	353.5
자본총계	5,551.1	5,447.5	6,059.9	6,356.0	6,659.7
순금융부채	4,089.7	4,080.9	3,343.2	2,944.4	2,562.7

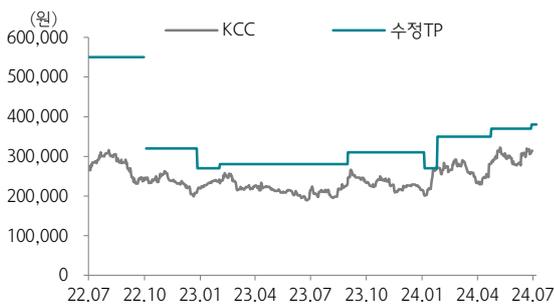
현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	384.6	788.3	652.2	828.7	808.3
당기순이익	28.7	92.5	671.2	354.9	362.6
조정	801.0	608.9	(16.6)	476.1	447.9
감가상각비	433.6	443.6	415.6	391.9	372.8
외환거래손익	44.4	36.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(25.1)	200.3	(10.0)	(20.0)	(20.0)
기타	348.1	(71.4)	(422.2)	104.2	95.1
영업활동 자산부채변동	(445.1)	86.9	(2.4)	(2.3)	(2.2)
투자활동 현금흐름	36.1	(355.3)	381.0	(154.8)	(150.5)
투자자산감소(증가)	219.7	490.4	(16.2)	(4.7)	(3.5)
자본증가(감소)	(378.6)	(379.0)	(247.6)	(248.9)	(256.5)
기타	195.0	(466.7)	644.8	98.8	109.5
재무활동 현금흐름	(184.1)	77.0	(1,210.2)	(267.0)	(268.3)
금융부채증가(감소)	335.1	390.5	(908.7)	13.7	13.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(465.9)	(254.7)	(242.7)	(221.9)	(222.6)
배당지급	(53.3)	(58.8)	(58.8)	(58.8)	(58.8)
현금의 증감	236.5	509.9	(433.6)	393.6	376.8
Unlevered CFO	1,003.1	852.1	890.4	943.0	924.9
Free Cash Flow	(0.2)	409.3	404.6	579.7	551.8

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KCC



날짜	투자조건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.12	BUY	380,000		
24.5.7	BUY	370,000	-19.29%	-12.97%
24.2.8	BUY	350,000	-24.83%	-16.71%
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%

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 7월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 7월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자조건 비율공시

- 투자조건 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	93.98%	5.56%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 12일