



BUY (유지)

KCC (002380)

뚜렷한 업황 개선 & 중국 태양광 공급과잉의 반사수혜

목표주가(12M) 350,000원
현재주가(3.05) 279,000원

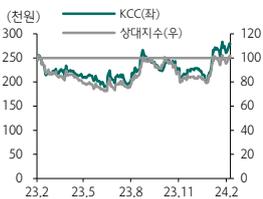
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,649.40
52주 최고/최저(원)	283,500/189,500
시가총액(십억원)	2,479.3
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	8,886.5
60일 평균 거래량(천주)	36.8
60일 평균 거래대금(십억원)	9.2
외국인지분율(%)	13.17
주요주주 지분율(%)	
정몽진 외 13인	35.70
국민연금공단	9.04

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	6,251.6	6,325.7
영업이익(십억원)	321.2	433.4
순이익(십억원)	73.2	180.3
EPS(원)	7,253	18,478
BPS(원)	717,028	748,725

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	7.99
PBR	0.53	0.34	0.37	0.44
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

뚜렷한 중국 유기실리콘 업황 개선. 업체들의 수익성이 확보되기 시작

중국 유기실리콘(DMC) 가격이 작년 7월 말 약 13,000위안/톤을 바닥으로 현재 16,550위안/톤으로 약 +30% 상승했다. 특히, 연초 대비 가격 상승률은 +16%로 최근 업황 회복세는 더욱 뚜렷하게 포착된다. 1) 수익성 악화에 따른 2023년 중국 유기실리콘 증설이 대규모로 취소(기존 예정 85만톤→ 실제 22만톤)된 가운데 2) 유기실리콘 재고가 약 6개월 래 최저치로 하락했고 3) 규제 완화 등 각종 부동산 부양책 등에 따른 수요 개선 기대감으로 재고 확보 움직임이 나타난 결과다. 중국 유기실리콘 업체의 Full Cost는 약 13,000~15,000위안/톤이며, 원재료 메탈실리콘을 직접 조달하는 Hoshine Silicon의 원가가 가장 낮다. 따라서, 13,000위안/톤이 업황의 바닥을 지지하는 가격이었다는 것으로 추정되며, 현재는 대부분 유기실리콘 업체들의 수익성이 턴어라운드 될 수 있는 상황이다. 참고로, Hoshine Silicon의 OPM은 4Q21 53%를 기록한 이후 3Q23 9%로 약 2년 래 최저치였으나, 가격이 반등한 4Q23에는 15%(Bloomberg 추정치)로 수익성이 개선될 것으로 예상된다.

중국 폴리실리콘이 유발할 원재료 메탈실리콘의 공급과잉

연초 대비 유기실리콘은 +16% 상승했으나, 원재료 메탈실리콘은 -4% 하락하며 대조적인 모습이다. 이는 메탈실리콘의 상대적인 공급과잉 영향이다. 실제, 중국 메탈실리콘 재고는 6개월 래 최대치이며, 가동률은 50%대에 머물러 공급과잉 상태다. 반면, 유기실리콘 재고는 6개월 래 최저, 가동률은 70% 중반 수준이다. 중기적으로도 메탈실리콘의 상대적인 공급과잉은 지속될 전망으로, 이를 원재료로 사용하는 유기실리콘은 유리한 환경이 예상된다. 이는 1) 유기실리콘 대비 메탈실리콘의 증설이 많은데다 2) 메탈실리콘의 또 다른 전방인 폴리실리콘의 공급과잉 때문이다. 우선, 2024년 중국 유기실리콘 증설은 50만톤이나, 메탈실리콘 증설은 240만톤으로 원단위 0.55 를 감안해도 메탈실리콘 증설이 과도하게 많다(대규모 폴리실리콘 증설 영향으로 추정). 2022년 기준 메탈실리콘의 전방산업은 태양광용 폴리실리콘 39%, 유기실리콘 36%, 알루미늄합금 23%이다. 최근 중국을 중심으로 글로벌 태양광 체인의 공급과잉과 가격 하락, 가동률 조정이 이어지고 있다. 이는 폴리실리콘이 전방산업의 약 40%를 차지하는 메탈실리콘의 공급과잉을 유발할 가능성이 높다.

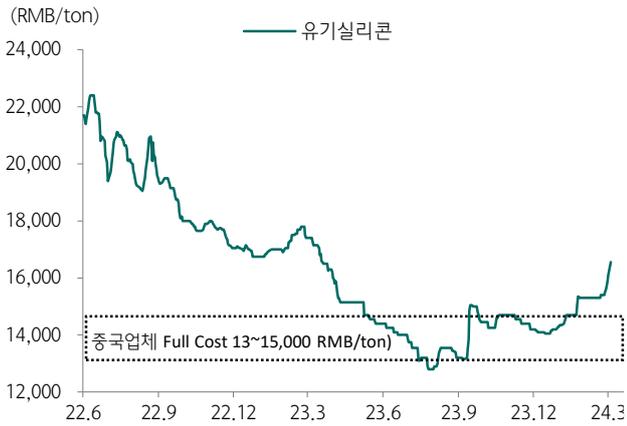
실리콘 실적 턴어라운드 전망. PBR 0.4배로 절대 저평가

BUY, TP 35만원을 유지한다. 2022년 초부터 2년 간 이어진 메탈/유기실리콘 가격 급락에 따른 부정적 여파가 비로소 2023년을 기점으로 종료되었다. 당시 맺어진 왜곡된 원가 계약 또한 점진적으로 변경되고 있어, 2025년까지 메탈실리콘 투입원가는 안정화되는 국면에 진입했다. 1Q24년 실리콘 적자축소, 2Q24 흑자전환을 예상한다. 실리콘 실적 턴어라운드와 보유 자사주 및 투자유가증권을 감안하면 현 주가는 PBR 0.4배로 절대 저평가 상태다.



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

도표 1. 중국 유기실리콘 가격과 중국 업체 Full Cost 비교



자료: SMM, 하나증권

도표 2. 연초 대비 메탈실리콘 -4%, 유기실리콘 +16%



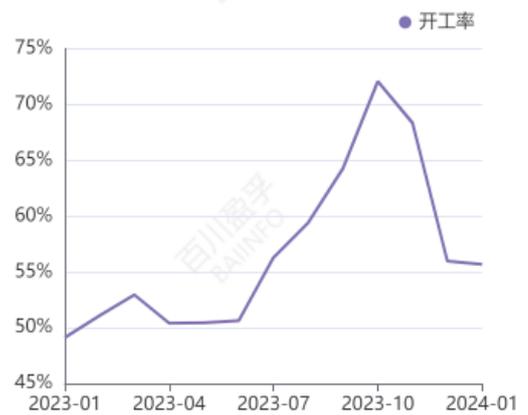
자료: SMM, 하나증권

도표 3. 중국 메탈실리콘 재고



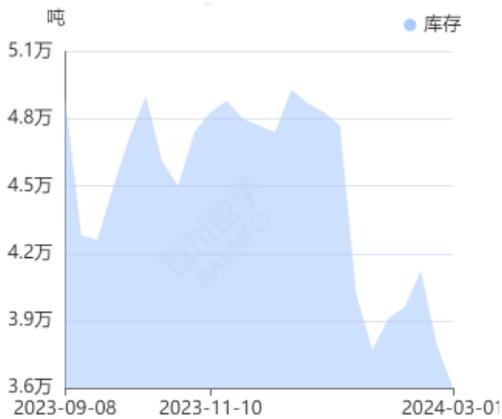
자료: Industry Data, 하나증권

도표 4. 중국 메탈실리콘 가동률 추이



자료: Industry Data, 하나증권

도표 5. 중국 유기실리콘(DMC) 재고



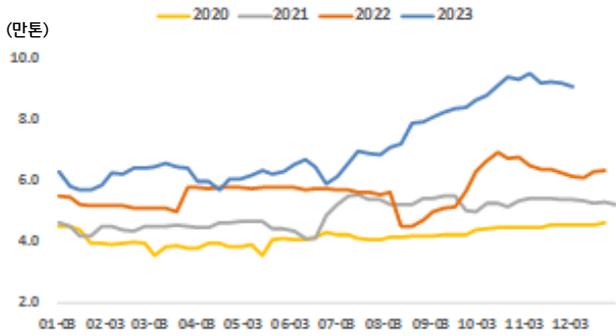
자료: Industry Data, 하나증권

도표 6. 중국 유기실리콘(DMC) 가동률 추이



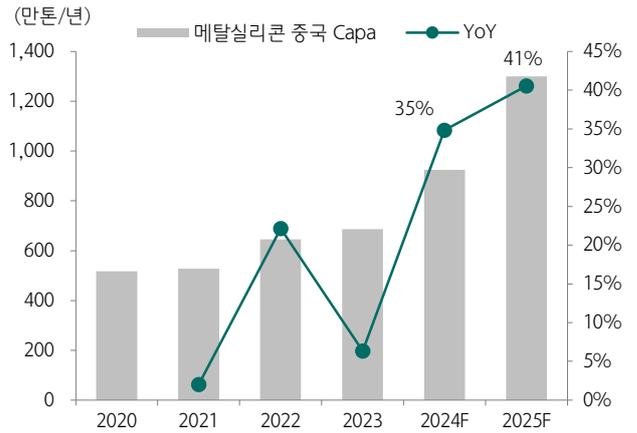
자료: Industry Data, 하나증권

도표 7. 중국 메탈실리콘 생산량 추이. 2023년 하반기 생산량 대폭 증가



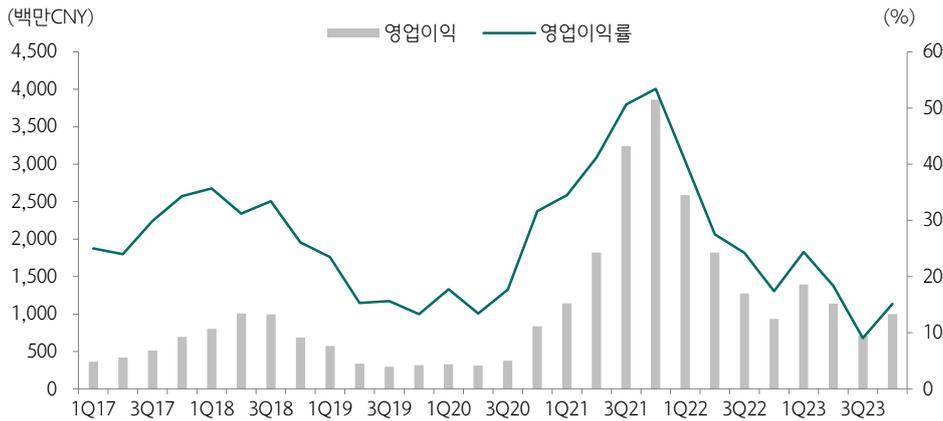
자료: Industry Data, 하나증권

도표 8. 중국 메탈실리콘 Capa, 2024~25년 대폭 증가



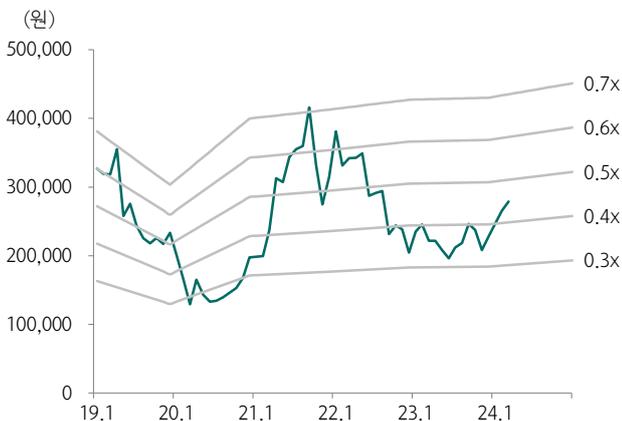
자료: Industry Data, 하나증권

도표 9. Hoshine Silicon 분기 영업이익과 이익률 추이. 4Q23부터 이익률 반등 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. KCC 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 11. KCC 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 12. KCC 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2021	FY2022	FY2023	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
주기지표(배)					
PER	(61.14)	53.66	10.12	7.99	7.95
PBR	0.53	0.34	0.37	0.44	0.42
PCFR	3.08	1.81	2.67	2.98	2.85
EV/EBITDA	8.70	7.03	8.68	7.39	6.69
PSR	0.48	0.27	0.32	0.39	0.38
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

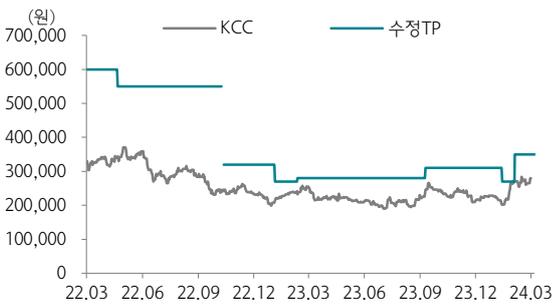
현금흐름표

(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

투자조건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KCC



날짜	투자조건	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 3월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 3월 6일 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	93.93%	5.61%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 03월 03일