

전 부문이 좋아질 것만 남았다

* 자료작성 취지: 한국유리공업 생산 중단에 따른 영향 점검과 과징금 내용 및 실적 점검 코멘트

- 한국유리공업 생산 중단으로 유리 수급 점진적 개선 예상
 - 6월 7일자로 국내 2위 판유리 생산업체인 한국유리공업이 생산능력의 29.5%에 해당하는 부산 공장 생산을 중단한다고 공시하였음. 이에 따라 KCC의 유리 사업에 긍정적인 것으로 판단함
 - 판유리 시장은 동남아의 저가 유리 수입 증가와 건설용 등 유리 수요 부진에 따라 2010년 이후 부진한 상황을 기록하고 있음. 이에 따라 KCC의 2012년 유리 매출액은 2010년 대비 18% 감소하였고, 영업이익률도 15% 내외에서 5% 이하로 하락하였음
 - 아직 판유리 수요의 의미 있는 개선은 확인되지 않고 있어 빠른 상황 회복은 어려울 것으로 판단하나, 1)5월까지 누적 기준으로 판유리 수입 물량이 전년대비 5% 감소하여 4년 만에 감소 전환 하였고, 2)한국유리공업의 생산 중단으로 점진적인 수급 개선 예상되어 긍정적 (2p 참조)
- 과징금 부과에 따른 실적 영향은 없는 것으로 확인
 - 6월 10일자로 KCC와 한국유리공업에 판유리 담합에 대한 과징금 384억원이 부과 발표되었음. 이는 2009년 발표된 과징금에 대한 최종 판결이며, KCC는 리니언시를 함으로써 이번 과징금 대상에서 제외된 것으로 확인되어 동사 실적에 영향은 없음
- 나빠질 것은 없고, 좋아질 것만 남음
 - 도로, 전자재, 유리, PVC 창호를 주력으로 생산하는 동사는 전방 산업인 조선, 건설 부진에 따라 빠른 실적 개선을 기대하기는 어려우나 현 시점에서 상승여력 높아 투자 의견 BUY 유지하며 매수 추천함. 부진한 화학 시장 내에서 동사는 개선될 수 있는 요소들이 더 많아 업종 내 매력도 높은 것으로 판단함
 - 투자 포인트는 1)전자재 부문이 2012년 하반기부터 PVC 창호의 매출액 성장으로 외형이 회복되고 있고, 2)적자 사업인 유기, 폴리실리콘 자산 상각에 따라 기타 사업부의 적자 감소가 분기별로 반영될 것으로 예상되며, 3)한국유리의 생산 중단에 따라 유리 시장도 점진적 회복 예상. 또한, 4)17% 지분을 보유하고 있는 삼성에버랜드 가치 상승(2012년초 7,741억원 → 2012년 말 8,856억원)과 삼성중공업으로의 도로 판매 증가에 따라 장기적으로 동 가치도 주가에 반영될 것으로 예상

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 397,000원
 현재주가(6/10) 336,500원

Key Data	(기준일: 2013. 6. 10)
KOSPI(pt)	1,932.7
KOSDAQ(pt)	547.0
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,540.0
52주 최고/최저(원)	349,000 / 257,500
52주 일간 Beta	0.74
발행주식수(천주)	10,520
평균거래량(3M, 천주)	23
평균거래대금(3M, 백만원)	7,331
배당수익률(13F, %)	2.4
외국인 지분율(%)	17.6
주요주주 지분율(%)	
정몽진외 12인	38.6
현대삼호중공업	7.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	15.4	14.8	18.5
KOSPI대비상대수익률	6.1	19.1	16.1	13.2

Financial Data

결산기(12월)	2012	2013F	2014F
매출액(십억원)	3,246.2	3,147.3	3,406.0
영업이익(십억원)	198.9	225.7	251.6
세전계속사업손익(십억원)	626.7	280.4	309.1
당기순이익(십억원)	446.3	204.5	234.9
EPS(원)	42,265	19,489	22,390
증감률(%)	36.5	-53.9	14.9
PER(배)	7.0	17.3	15.0
ROE(%)	9.0	4.1	4.6
PBR(배)	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	10.0	11.3	11.5

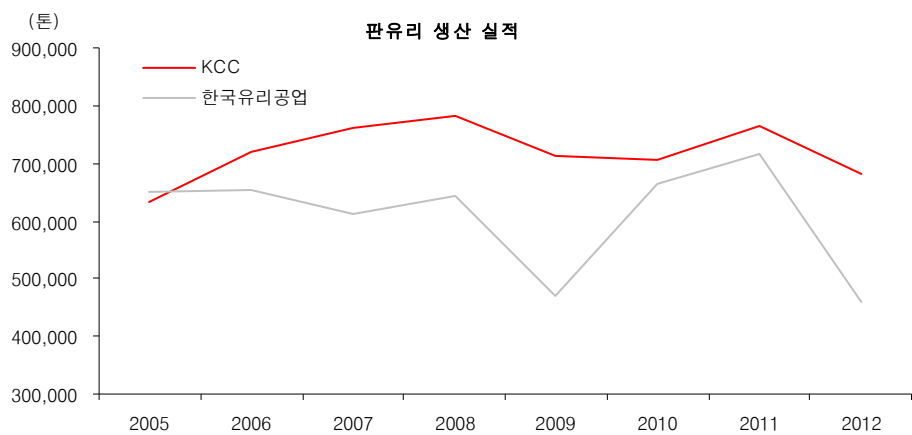
자료: 유진투자증권



한국유리공업 생산 중단으로 유리 수급 점진적 개선 예상

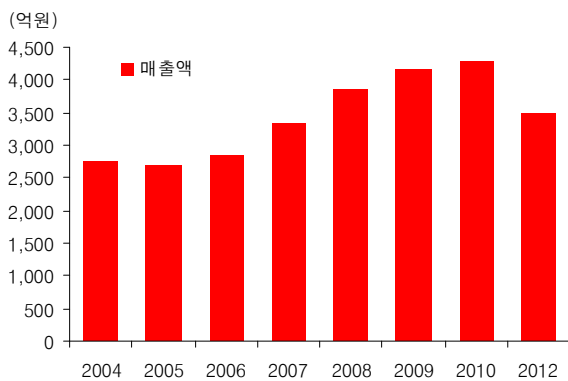
6월 7일자로 국내 2위 판유리 생산업체인 한국유리공업이 생산능력의 29.5%에 해당하는 부산 공장 생산을 중단한다고 공시하였다. 이에 따라 KCC의 유리 사업에 긍정적인 것으로 판단한다. 판유리 시장은 동남아의 저가 유리 수입 증가와 건설용 등 유리 수요 부진에 따라 2010년 이후 부진한 상황을 기록하였다. 이에 따라 KCC의 2012년 유리 매출액은 2010년 대비 18% 감소하였고, 영업이익률도 15% 내외에서 5% 이하로 하락하였다.

도표 1 국내 판유리 생산의 80%를 차지하는 KCC와 한국유리의 판유리 생산 추이



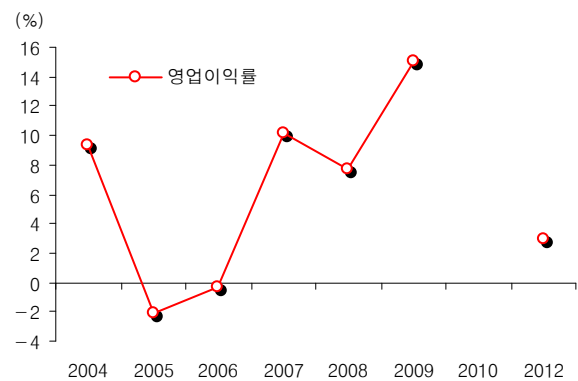
자료: 유진투자증권

도표 2 KCC 유리 부문 매출액 추이



자료: 유진투자증권

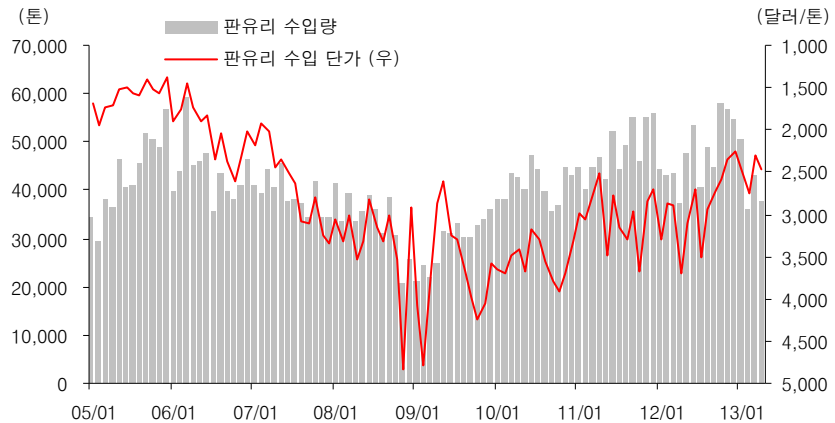
도표 3 KCC 유리 부문 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

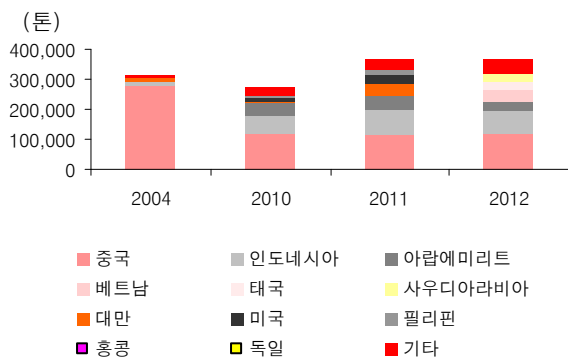
아직 판유리 수요의 의미 있는 개선은 확인되지 않고 있어 빠른 시황 회복은 어려울 것으로 판단하나, 점진적으로 시황 회복될 것으로 예상되어 긍정적이다. 이유는 1)5월까지 누적 기준으로 판유리 수입 물량이 전년대비 5% 감소하여 4년 만에 감소 전환 하였고, 2)한국유리공업의 생산 중단으로 수급 개선이 예상되기 때문이다.

도표 4 5월 누적 기준 판유리 수입량은 전년대비 5% 감소, 이에 따라 판유리 가격 추가 하락 제한적일 전망



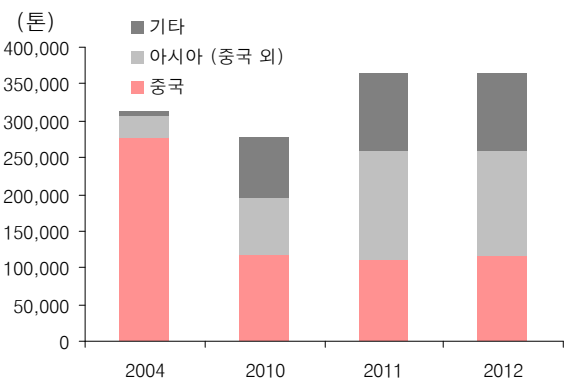
자료: KITA, 한국판유리산업협회, 유진투자증권

도표 5 국가별 유리 수입량 정리



자료: KITA, 한국판유리산업협회, 유진투자증권

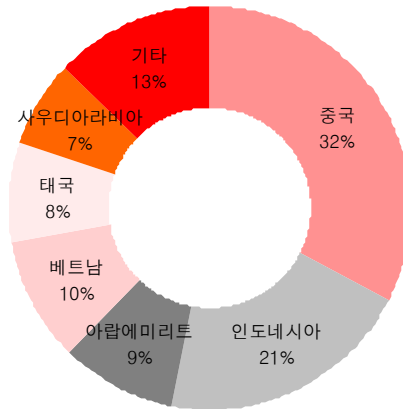
도표 6 아시아(중국 제외)로부터 유리 수입 비중이 2004년 10%에서 2012년 39%까지 증가하였으나 수입량 증가세 둔화되고 있음



자료: KITA, 한국판유리산업협회, 유진투자증권

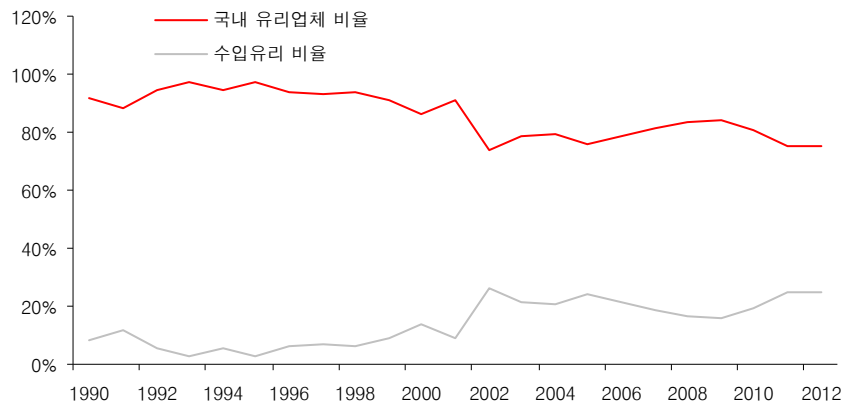


도표 7 2012년 유리 수입의 국가별 비중



자료: KITA, 한국판유리산업협회, 유진투자증권

도표 8 유리의 국내 생산과 수입 비중 추이



자료: KITA, 한국판유리산업협회, 유진투자증권



나빠질 것은 없고 좋아질 것만 남음

도로, 전자재, 유리, PVC 창호를 주력으로 생산하는 동사는 전방 산업인 조선, 건설 부진에 따라 빠른 실적 개선을 기대하기는 어려우나 현 시점에서 상승여력 높아 투자의견 BUY 유지하며 매수 추천한다. 투자 포인트는 1)전자재 부문이 2012년 하반기부터 PVC 창호의 매출액 성장으로 실적 회복되고 있고, 2)적자 사업인 유기, 폴리실리콘 자산 상각에 따라 기타 사업부의 적자 감소가 분기별로 반영될 것으로 예상되며, 3)한국의 유리의 생산 중단에 따라 유리 시장도 점진적으로 회복될 것으로 예상한다. 즉, 지난 3년간 시장 매우 부진했으나, 더 이상 나빠질 것이 없는 상황에서 국내 정책 효과와 업체 구조조정에 따라 시장 개선 여지가 높은 것으로 판단한다. 2분기 영업이익은 598억원으로 예상되며 분기별로 실적 개선이 예상된다. 동사 실적과 영업환경 모두 더 나빠질 것이 없이 개선의 방향만 남아 매수 추천한다.

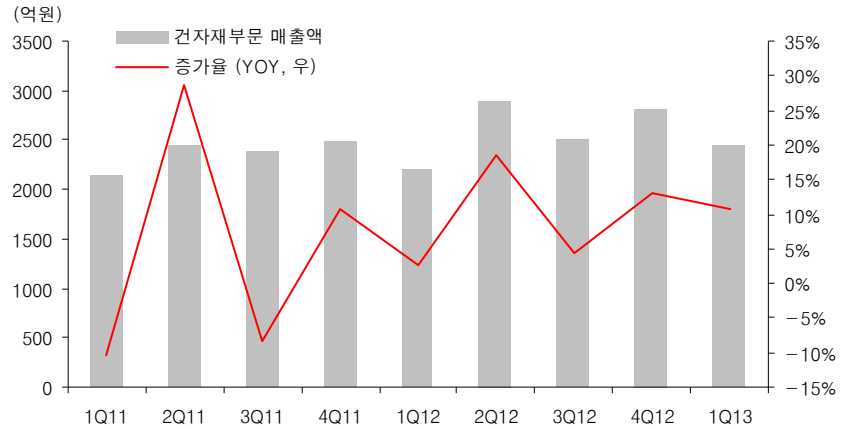
도표 9 KCC 실리콘 관련 투자와 구조조정 내용 정리

내용	시점	투자금액 (억원)
사업 내용		
대죽공단 조성	95.10~02.12	1,680
유기실리콘 사업 투자	01.02~04.02	1,280
대죽 2공장 (유기실리콘)	05.10~07.10	2,499
폴리실리콘 사업 진출 발표	2008.02	
현대중공업과 50:50으로 폴리실리콘 사업 진출 (KAM 설립)	2008.05	1,225
대죽 3공장 (폴리실리콘) 설비	08.02~11.07	4,300
KAM 폴리실리콘 설비 가동 시작	2010.02	
영국 유기실리콘 제품 업체 Basildon 인수 합병	2011.04	347
폴리실리콘 대죽 공장 가동 중단	2011.11	
폴리실리콘 손상 차손 반영	2011.12	-3,237
KAM, 지분법 손상처리 반영	2012.12	-1,200
유기실리콘 손상 차손 반영	2012.12	-1,622
KAM, 종속회사로 편입	2013.05	
유가증권 관련		
만도 주식 311만주 매각	2011.07	6,369
현대자동차 주식 112만주 매각	2011.12	2,397
에버랜드 지분 42만 5천주 매입, 주당 182만원	2011.12	7,739
현대중공업 주식 249만주 매각	2012.01	6,972

자료: 유진투자증권

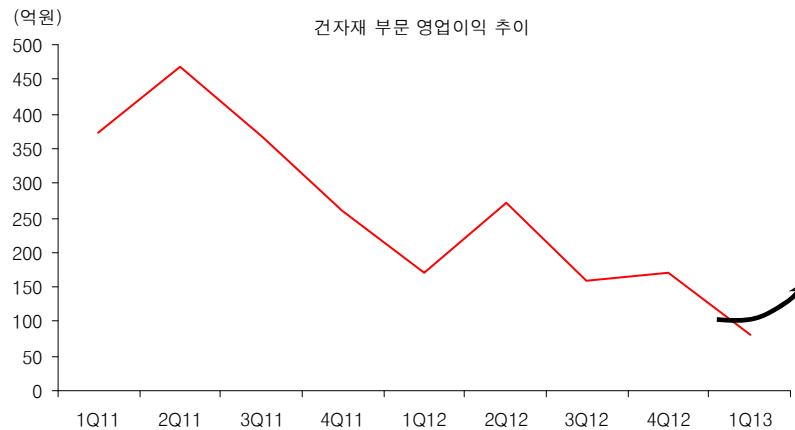


도표 10 유리 시장 부진 지속에도 불구하고 PVC 창호 회복으로 건자재 매출액 증가세 보이고 있음. 유리 회복과 PVC 창호 실적 성장으로 점진적 개선 예상



자료: 유진투자증권

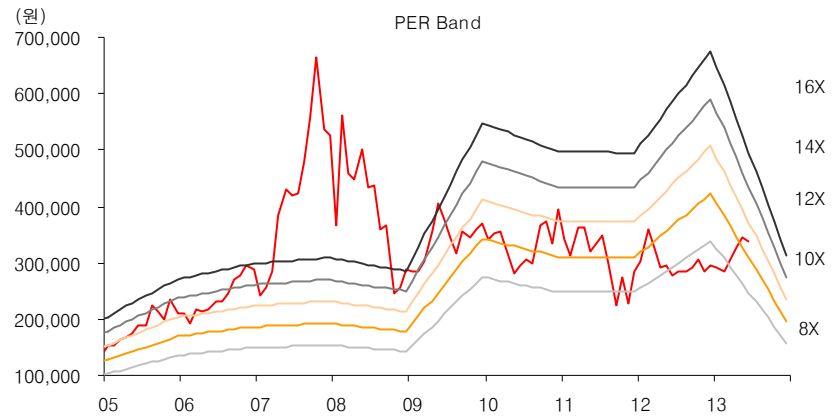
도표 11 건자재 부문 영업이익의 지속 하락했으나 계절적 수요 증가와 유리, PVC 창호 시장 회복으로 실적 회복 예상



자료: 유진투자증권

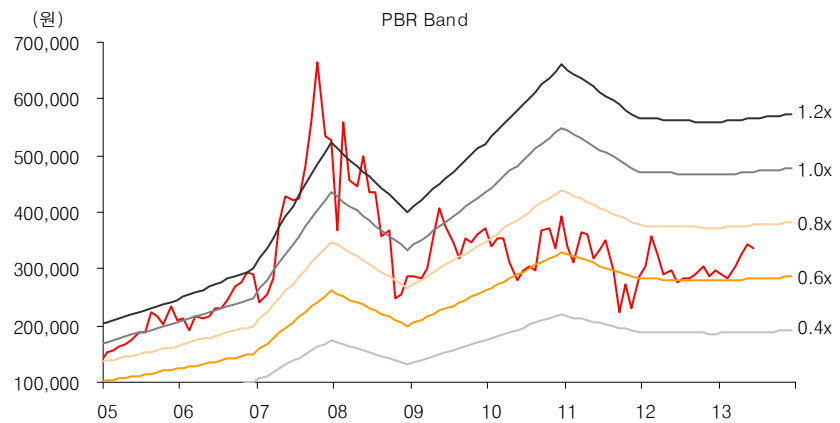


도표 12 PER 밴드 차트



자료: 유진투자증권

도표 13 PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권



도표 14 KCC 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
건자재											
매출액	220.1	289.6	250.1	280.7	244.0	234.3	238.2	231.2	1,040.4	947.7	963.0
영업이익	16.9	27.2	15.8	17.2	8.1	13.4	18.4	22.7	77.1	62.6	63.8
영업이익률	7.7	9.4	6.3	6.1	3.3	5.7	7.7	9.8	7.4	6.6	6.6
도료											
매출액	390.1	413.6	393.7	382.1	330.0	395.5	395.5	395.5	1,579.5	1,516.4	1,676.6
영업이익	51.7	67.8	54.7	32.7	39.0	50.3	53.4	33.8	206.9	176.6	193.1
영업이익률	13.3	16.4	13.9	8.6	11.8	12.7	13.5	8.6	13.1	11.6	11.5
기타											
매출액	158.6	160.9	154.7	152.1	140.0	181.1	181.1	181.1	626.3	683.2	699.5
영업이익	(11.9)	(14.9)	(33.5)	(25.1)	(3.9)	(3.9)	(3.8)	(3.8)	(85.4)	(15.4)	(14.9)
영업이익률	(7.5)	(9.3)	(21.7)	(16.5)	(2.8)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(13.6)	(2.2)	(2.1)
합계											
매출액	768.7	864.2	796.4	814.9	714.0	810.9	814.7	807.7	3,244.2	3,147.3	3,339.2
영업이익	58.7	68.9	51.4	19.9	45.2	59.8	68.0	52.7	198.9	225.7	242.0
영업이익률	7.6	8.0	6.5	2.4	6.3	7.4	8.3	6.5	6.1	7.2	7.2

자료: KCC, 유진투자증권

과징금 부과에 따른 실적 영향은 없는 것으로 확인

6월 10일자로 KCC와 한국유리공업에 대해 판유리 담합에 대한 과징금 384억원이 부과 발표되었다. 그러나 이는 2009년 발표된 과징금에 대한 최종 판결이며, KCC는 리니언시를 함으로써 이번 과징금 대상에서 제외된 것으로 확인되어 동사 실적에 영향은 없다.

KCC(002380.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	7,342.3	6,824.0	6,905.9	7,143.5	7,395.9
현금성자산	2,438.9	1,699.7	1,441.0	1,377.3	1,322.6
매출채권	953.7	379.6	42.5	(134.8)	(212.8)
재고자산	877.5	791.8	806.5	873.2	886.8
비유동자산	588.2	502.5	563.9	610.5	620.0
투자자산	4,903.4	5,124.3	5,464.9	5,766.2	6,073.3
유형자산	2,195.4	2,382.3	2,479.0	2,579.6	2,684.4
무형자산	2,675.6	2,708.9	2,953.0	3,153.9	3,356.6
자산총계	32.5	33.2	32.9	32.6	32.3
유동부채	2,316.8	1,862.1	1,898.4	1,949.6	1,979.5
매입채무	862.0	1,199.9	1,215.4	1,245.0	1,252.4
단기차입금	398.3	323.4	337.3	365.2	370.9
유동성장기부채	231.2	711.2	711.2	711.2	711.2
비유동부채	232.5	165.3	166.9	168.6	170.3
사채및장기차입금	1,454.8	662.2	683.0	704.7	727.2
기타비유동부채	807.3	150.2	150.2	150.2	150.2
부채총계	647.5	512.0	532.8	554.4	576.9
자본금	5,025.5	4,961.9	5,088.0	5,238.7	5,452.4
자본잉여금	4,994.2	4,929.7	5,055.8	5,206.6	5,420.2
자본조정	56.3	56.3	56.3	56.3	56.3
자기주식	446.2	446.2	446.2	446.2	446.2
이익잉여금	3,519.4	3,873.1	3,999.2	4,149.9	4,363.6
자본총계	972.3	554.1	554.1	554.1	554.1
총차입금	31.2	32.2	32.2	32.2	32.2
순차입금(순현금)	5,025.5	4,961.9	5,088.0	5,238.7	5,452.4
투자자본	1,038.5	861.4	861.4	861.4	861.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	40.3	105.8	296.5	372.3	465.1
당기순이익	327.0	446.3	204.5	234.9	297.8
유무형자산상각비	234.5	163.8	152.9	139.7	147.9
기타비현금손익가감	(677.8)	(567.0)	0.0	81.8	35.5
운전자본의변동	(242.3)	(5.7)	(60.8)	(84.0)	(16.0)
매출채권감소(증가)	(59.9)	67.6	(14.7)	(66.7)	(13.6)
재고자산감소(증가)	(122.7)	85.7	(61.4)	(46.6)	(9.5)
매입채무증가(감소)	(53.3)	(59.8)	13.9	27.9	5.7
기타	(6.4)	(99.2)	1.4	1.4	1.4
투자활동현금흐름	354.8	(565.9)	(555.9)	(466.2)	(459.8)
단기투자자산처분취득	(3.2)	(6.2)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
장기투자증권처분취득	859.8	(126.8)	(153.1)	(119.5)	(102.9)
설비투자	(513.4)	(438.1)	(396.4)	(340.0)	(350.0)
유형자산처분	10.0	27.2	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
재무활동현금흐름	(108.4)	(121.8)	(78.4)	(84.2)	(84.2)
차입금증가(감소)	(16.1)	(27.6)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(79.2)	(78.6)	(78.4)	(84.2)	(84.2)
배당금지급	79.2	78.6	78.4	84.2	84.2
현금의 증가(감소)	288.0	(582.7)	(337.8)	(178.0)	(78.9)
기초현금	656.7	944.7	362.0	24.2	(153.8)
기말현금	944.7	362.0	24.2	(153.8)	(232.7)
Gross cash flow	401.3	353.9	357.3	456.3	481.1
Gross investment	(115.8)	565.4	616.0	549.5	475.1
Free cash flow	517.1	(211.6)	(258.7)	(93.1)	6.1

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,370.9	3,246.2	3,147.3	3,406.0	3,552.5
증가율 (%)	(21.7)	(3.7)	(3.0)	8.2	4.3
매출총이익	2,746.3	2,557.2	2,471.4	2,667.0	2,777.1
매출총이익율 (%)	624.6	689.1	675.9	739.0	775.4
판매비와관리비	501.8	490.1	450.2	487.4	508.5
증가율 (%)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	122.8	198.9	225.7	251.6	266.9
증가율 (%)	(69.5)	62.0	13.5	11.4	6.1
EBITDA	357.2	362.8	378.6	391.2	414.8
증가율 (%)	(43.3)	1.6	4.4	3.3	6.0
영업외손익	354.8	427.7	54.7	57.5	124.9
이자수익	63.8	37.7	31.4	34.7	36.5
이자비용	27.3	26.0	19.5	19.5	19.5
외화관련손익	24.0	(105.5)	(61.8)	(24.5)	(4.0)
지분법손익	294.2	521.5	104.6	66.8	111.9
기타영업외손익	477.6	626.7	280.4	309.1	391.8
세전계속사업손익	(7.3)	31.2	(55.3)	10.2	26.8
법인세비용	150.5	180.3	75.9	74.2	94.0
중단사업이익	327.0	446.3	204.5	234.9	297.8
당기순이익	(12.6)	36.5	(54.2)	14.9	26.8
증가율 (%)	325.8	444.6	205.0	235.5	298.6
당기순이익률 (%)	(1.5)	36.5	(53.9)	14.9	26.8
EPS	1.3	1.7	(0.6)	(0.6)	(0.8)
증가율 (%)	30,967	42,265	19,489	22,390	28,382
완전희석EPS	(1.5)	36.5	(53.9)	14.9	26.8
증가율 (%)	30,967	42,265	19,489	22,390	28,382

주요투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	30,967	42,265	19,489	22,390	28,382
BPS	471,651	465,451	477,464	491,820	512,151
DPS	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
배율에이션(배, %)					
PER	9.2	7.0	17.3	15.0	11.9
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	8.7	10.0	11.6	11.7	11.2
EV/ EBITDA	2.8	2.7	2.4	2.4	2.4
배당수익율	7.5	8.8	9.9	7.8	7.4
수익성 (%)					
영업이익율	3.6	6.1	7.2	7.4	7.5
EBITDA이익율	10.6	11.2	12.0	11.5	11.7
순이익율	9.7	13.7	6.5	6.9	8.4
ROE	6.1	9.0	4.1	4.6	5.6
ROIC	2.6	4.5	4.9	5.3	5.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	1.7	9.7	16.1	19.0	19.7
유동비율	282.9	141.7	118.6	110.6	105.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	3.1	3.9	3.9	4.1	4.0
재고자산회전율	5.4	6.0	5.9	5.8	5.8
매입채무회전율	6.0	9.0	9.5	9.7	9.7



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

