



# 케이씨 (029460)

눈에 띄는 저평가 매력

▶ Analyst 이순학 soonhak@hanwha.com 3772-7472

## Not Rated

현재 주가(9/9)	23,650원
상승여력	-
시가총액	3,206억원
발행주식수	13,554천주
52 주 최고가 / 최저가	25,000 / 9,420원
90 일 일평균 거래대금	38.02억원
외국인 지분율	12.1%
주주 구성	
고석태 (외 5인)	40.7%
자사주 (외 1인)	8.2%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.5	23.5	77.2	75.2
상대수익률(KOSPI)	2.5	15.0	55.6	57.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	526	512	565	600
영업이익	76	68	91	102
EBITDA	80	74	99	110
지배주주순이익	195	50	64	70
EPS	14,365	3,722	4,746	5,201
순차입금	-135	-170	-216	-273
PER	0.8	5.0	5.0	4.5
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	0.3	1.1	1.1	0.4
배당수익률	1.9	1.3	1.2	1.3
ROE	67.4	12.4	13.4	13.0

### 주가 추이



케이씨는 주식시장에서 별로 드러나지 않는 대표적인 가치주입니다. 반기보고서를 분석해 보니 모르는 사이에 밸류에이션이 더욱 매력적으로 변모했습니다. 본업은 본업대로 좋아지고 있고, 자산 가치는 급증했습니다. 향후 자회사들의 IPO 와 배당금 증가를 기대해 볼 수 있어 더욱 주목받을 것으로 기대됩니다.

### 2020년 사상 최대 실적 예상

케이씨는 본업으로 반도체/디스플레이용 가스/케미컬 공급장치 사업을 영위 중이고, 자회사로는 케이씨텍을 비롯해 케이씨인더스트리얼, 케이씨이노베이션 등을 보유하고 있어 클린룸 건설, 가스 스크러버, 반도체 장비, 특수가스 사업을 수직계열화하고 있다. 또한, 티씨케이의 지분(14.18%)을 보유하고 있고, SiC Ring 매출로부터 로열티 수입도 얻고 있다. 케이씨의 올해 예상 실적은 연결 기준 매출액 5,652억 원, 영업이익 911억 원으로 전망된다. 본업인 공급장치의 실적이 좋은데다 주요 연결 자회사들의 실적이 지속적으로 성장하고 있기 때문이다. 여기에 SiC Ring 로열티, 브랜드 로열티, 케이씨텍의 지분법 평가이익 등이 반영되어 순이익도 높을 것으로 추정된다. 올해 예상 지배주주순이익은 643억 원에 달한다.

### 실적으로 보나, 자산 가치로 보나 너무 저평가된 기업

현재 동사의 밸류에이션은 PER 5.0배, PBR 0.6배에 불과하다. 지주사라는 점을 감안해도 매우 저평가된 상황이다. 동사가 보유중인 지분가치만 더해봐도 2,500억 원을 상회하고, 순현금은 2,100억 원에 이른다. 여기에 자회사들이 향후 3년 내에 상장될 가능성이 높아 장부가액으로 평가받고 있는 자회사의 가치는 급격히 불어날 것이다. SOTP 방식을 적용한 동사의 적정 기업가치는 5,000억 원을 상회한다. 이 역시 투자 자산 가치를 50%나 할인 반영한 것이다.

배당 역시 점진적으로 늘어날 가능성이 높다. 작년 실적 기준 주당 배당금은 250원으로, 배당성향 5%, 시가배당을 1.3%를 나타냈다. 경영 승계가 절반 이상 마무리됐고, 실적도 성장하고 있어 향후 배당금을 높여갈 가능성이 높다고 판단된다.

## 2020년 사상 최대 실적 예상

케이씨의 올해 예상 실적은 연결 기준 매출액 5,652억 원, 영업이익 911억 원으로 전망된다. 본업인 공급장치의 실적이 좋은데다 주요 연결 자회사들의 실적이 지속적으로 성장하고 있기 때문이다. 여기에 티씨케이로부터 받는 로열티, 관계사로부터 받는 브랜드 로열티, 케이씨텍의 지분법평가 등이 반영되어 순이익도 높을 것으로 추정된다. 올해 예상 지배주주순이익은 643억 원이다.

[표1] 케이씨의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>112.0</b>	<b>149.4</b>	<b>125.8</b>	<b>124.7</b>	<b>110.2</b>	<b>145.0</b>	<b>148.0</b>	<b>162.0</b>	<b>526.2</b>	<b>511.9</b>	<b>565.2</b>
본사	23.7	47.7	27.8	34.1	31.7	38.0	35.0	40.0	144.2	133.3	144.7
KCE&C	57.8	67.7	62.0	57.6	38.3	64.0	78.0	90.0	263.7	245.1	270.3
기타	30.5	34.0	36.0	33.0	40.1	43.0	35.0	32.0	118.2	133.5	150.2
<b>영업이익</b>	<b>12.8</b>	<b>21.1</b>	<b>13.8</b>	<b>19.8</b>	<b>16.8</b>	<b>26.1</b>	<b>21.9</b>	<b>26.3</b>	<b>76.1</b>	<b>67.5</b>	<b>91.1</b>
본사	5.8	12.8	6.3	14.2	9.1	10.8	8.8	12.0	23.5	39.1	40.7
KCE&C	2.9	4.1	3.1	1.6	2.9	6.4	8.6	10.8	34.0	11.7	28.7
기타	4.1	4.2	4.4	4.0	4.8	8.9	4.6	3.5	18.6	16.7	21.8
<b>영업이익률</b>	<b>11.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>11.0%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.2%</b>	<b>18.0%</b>	<b>14.8%</b>	<b>16.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>13.2%</b>	<b>16.1%</b>
본사	24.5%	26.8%	22.7%	41.6%	28.7%	28.4%	25.0%	30.0%	16.3%	29.3%	28.1%
KCE&C	5.0%	6.0%	5.0%	2.8%	7.5%	10.0%	11.0%	12.0%	12.9%	4.8%	10.6%
기타	13.5%	12.5%	12.2%	12.0%	12.0%	20.7%	13.0%	11.0%	15.8%	12.5%	14.5%

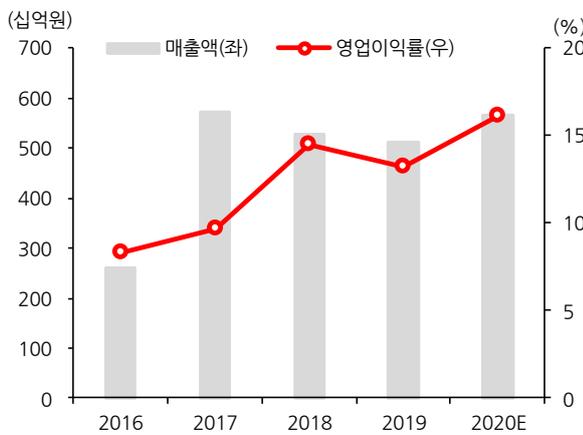
자료: 케이씨, 한화투자증권 리서치센터

우선 본업인 가스/케미컬 공급장치를 포함한 본사 실적은 사상 최대치를 경신할 것으로 예상된다. 수익성이 좋은 반도체용 가스 공급장치 위주로 매출이 나타나고 있고, 티씨케이로부터 받는 로열티 매출액이 SiC 판매 증가로 계속해서 늘어나고 있기 때문이다. 이에 따라 케이씨 별도 기준 영업이익률은 작년에 이어 20%대 후반을 기록할 것으로 판단된다.

연결 자회사 중 가장 큰 비중을 차지하는 케이씨이앤씨의 실적도 호조를 나타내고 있다. 동사는 반도체나 제약/바이오 공장의 클린룸을 설계하고 공급하는데, 삼성전자, SK하이닉스, SK실트론 등 반도체 기업들이 주 고객이고, 셀트리온이나 삼성바이오로직스 역시 고객사로 꼽힌다. 현재는 반도체향 비중이 75% 가량을 차지하는데, 올해 삼성전자 평택 2공장, SK하이닉스 M16공장 클린룸 공사가 진행되어 매출액이 성장했다. 올해 예상 실적은 매출액 2,703억 원, 영업이익 287억 원이다. 내년에도 평택 3공장 신규 공사, SK하이닉스 M16 잔여 공사, 삼성바이오로직스의 공장 증설도 예정되어 있어 동사의 지속적인 수주 확보가 기대된다.

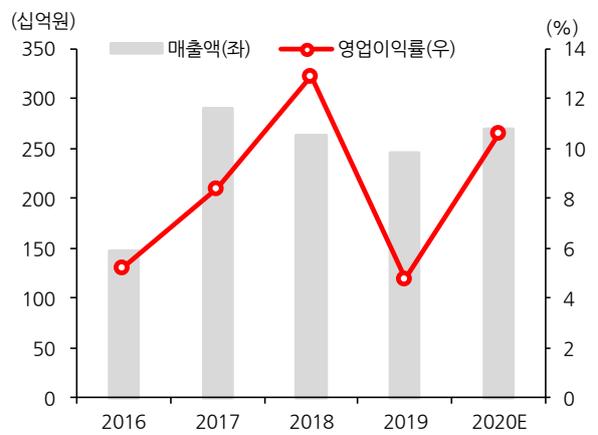
이외에 연결 대상에 포함되는 케이씨이노베이션과 케이씨인더스트리얼의 실적도 견조한 편이다. 케이씨이노베이션의 올해 예상 실적은 매출액 850억 원, 영업이익 102억 원이며, 케이씨인더스트리얼의 예상 실적은 매출액 652억 원, 영업이익 116억 원으로 전망된다. 케이씨인더스트리얼은 올해까지 지난 3년 간 연평균 매출액 성장률이 37%에 달하고, 영업이익률도 4%에서 18%까지 개선됐다. 이는 동사가 공급하고 있는 반도체용 헬륨 가스 수요가 크게 증가한데 따른 것이다. 고객사의 캐파 증설이 지속되는 가운데, 당분간 고성장세가 나타날 것으로 기대된다.

[그림1] 케이씨(연결 기준) 실적 추이 및 전망



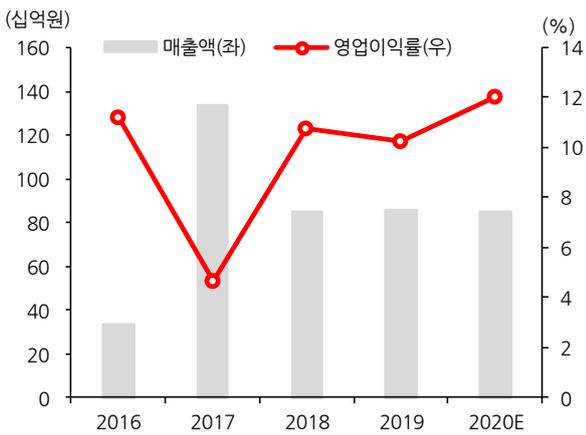
자료: 케이씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 케이씨이앤씨 실적 추이 및 전망



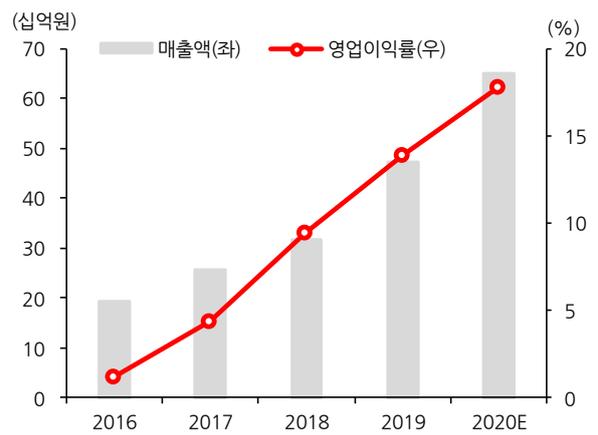
자료: 케이씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 케이씨이노베이션 실적 추이 및 전망



자료: 케이씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 케이씨인더스트리얼 실적 추이 및 전망



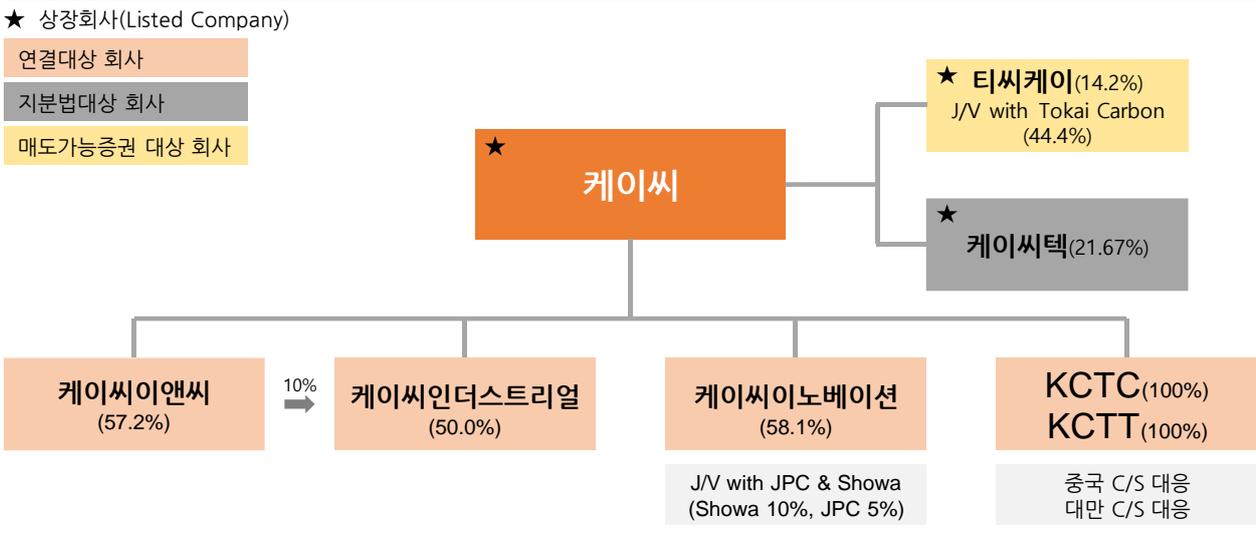
자료: 케이씨, 한화투자증권 리서치센터

## 이르면 내년부터 자회사들의 순차적인 IPO 전망

케이씨는 2017년 말 기준 케이씨텍이 인적분할되어 만들어진 지주회사다. 당시 총자산 규모가 5,000억 원에 미달해 법적인 지주회사 요건을 갖추진 못했지만, 지금은 자산 규모가 7,000억 원에 달해 언제든 법적인 지주회사로 전환 가능하다. 향후 완전한 지주회사 여건이 갖추어지면 자회사들의 상장도 점진적으로 추진될 것으로 판단된다. 현재 IPO 가능성이 가장 높은 회사는 케이씨이앤씨이며, 그 다음으로는 케이씨인더스트리얼, 케이씨노베이션도 3년 정도 안에 충분히 상장이 가능하다고 본다.

자회사들의 상장이 이뤄지면 지분 가치가 시가로 평가받을 수 있어 케이씨의 밸류에이션에 긍정적일 수 있다. 케이씨인앤씨의 경우 동종기업인 한양이엔지가 시가총액 2,000억 원 정도로 평가받고 있는데, 충분히 비슷한 가치를 인정 받을 수 있을 것으로 추정된다. 케이씨인앤씨의 지분은 현재 장부가로 평가하고 있으며, 평가가치는 49억 원에 불과하다. 이 지분은 향후 1,000억 원에 가까운 가치로 변모할 것이다.

[그림5] 케이씨 관계사 지분 관계도



자료: 케이씨, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 주요 관계사들의 지분현황

케이씨		케이씨이앤씨		케이씨노베이션		케이씨인더스트리얼	
주주명	지분율(%)	주주명	지분율(%)	주주명	지분율(%)	주주명	지분율(%)
고석태	17.5	(주)케이씨	57.2	(주)케이씨	57.6	고상걸	40
고상걸	16.1	고석태	29.9	SHOWA.	10.0	(주)케이씨	50
오희복	5.1	임직원 등	12.9	고상걸	10.0	(주)케이씨이앤씨	10
고유현	1.8			고유현	10.0		
이수희	0.1			JAPAN PIONICS	5.0		
(주)케이씨	8.2			A.I.C.H.	5.4		
기타주주	51.1			양호근	1.0		
				자기주식	1.0		
합계	100	합계	100	합계	100	합계	100

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

케이씨앤씨는 이미 두 차례 IPO 추진을 했던 경험이 있다. 가장 마지막으로 2018년 추진되었고, 예정대로라면 2019년 상장이 완료되었을 것이다. 하지만, 동사가 수주 기반의 회사이다 보니 반도체 업황이 다운사이클에 직면하고 주식시장이 침체를 겪게 되자 IPO를 또 다시 뒤로 미뤘다. 현재 동사의 지분현황은 케이씨 57.2%, 고석태 회장 29.9%, 임직원 12.9%이다. IPO가 된다면 케이씨의 연결 자회사 여건을 충족시키는 선에서 신주 발행과 고석태 회장의 구주 매출이 동시에 진행될 것이고, 고석태 회장은 이 자금으로 향후 2세에 대한 증여세원을 마련할 것으로 판단된다.

지금까지 2세에 대한 케이씨 지분 증여는 두 차례 진행되었는데, 증여 때마다 증여세원 명목으로 현금 증여를 같이 했다. 이 현금도 회장이 보유하고 있던 케이씨텍의 지분 매각 자금을 통해 확보된 것이었는데, 이제 거의 다 소진한 것으로 추정된다. 앞으로 한 차례 정도 더 증여를 진행한다면 경영권 승계 작업은 마무리 될 것으로 보이고, 그 시점은 케이씨앤씨의 상장 시기가 될 것이다.

## 어닝으로 보나, 자산가치로 보나 매력적

케이씨의 밸류에이션은 PER, PBR 어느 지표에서 보더라도 매우 매력적이다. 올해 예상 실적 기준 PER은 5.0배이고, PBR은 0.6배에 불과하다. 물론 지주회사는 전통적으로 할인을 받기 마련이다. 하지만, 이 장부가치는 자회사들의 IPO가 전혀 고려되지 않은 것이므로 자회사들이 상장 시에는 훨씬 더 싸질 수 있다는 점도 염두에 두어야 한다.

우리는 동사의 밸류에이션에 SOTP 방식도 적용해 봤다. 일부 보유 지분은 상장사이므로 시가 평가가 가능하기 때문이다. 현재 동사가 보유한 상장회사의 지분가치는 2,657억 원으로 동사의 시가총액에 맞먹는다. 올해 말 예상되는 순현금만 해도 2,000억 원을 상회한다. 티씨케이 지분 추가 매각으로 인해 현금이 더욱 많아졌다. 보유지분과 부동산은 당장 팔기 어렵다는 측면에서 50%나 할인 반영해도 동사의 적정 시가총액은 5,000억 원을 상회한다. 성장주가 주도하는 주식 시장이긴 하나, 매우싼 가격에 가치주에 투자하고 싶다면 동사가 매우 좋은 투자처라고 판단한다.

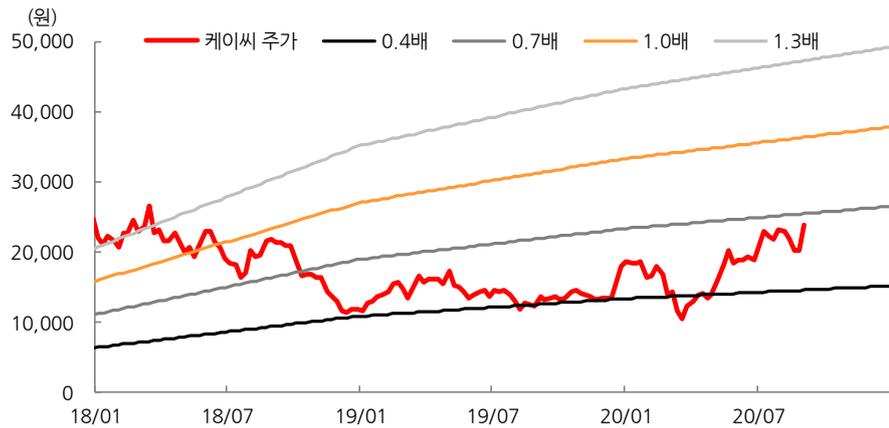
가치주에 투자하는 장기 투자자의 경우 배당도 중요할 것이다. 작년 실적 기준 주당 배당금은 250원으로 배당성향 5%, 시가배당률 1.3%를 나타냈다. 하지만, 경영 승계가 절반 이상 마무리 된 상황이고, 실적도 성장하고 있어 향후 배당금을 높여갈 가능성이 높다고 판단된다.

[표3] 케이씨의 적정가치 산출

구분	지분율 (%)	평가액 (백만 원)	비고
<b>상장회사</b>		<b>적정가치</b>	
케이씨텍	21.67%	87,915	
티씨케이	14.18%	171,318	
지엘팜텍	7.55%	3,425	
Tokai Carbon	0.12%	3,083	
<b>상장사 지분가치 (A)</b>		<b>265,741</b>	
<b>비상장회사</b>		<b>장부가치</b>	
케이씨이앤씨	57.24%	4,896	
케이씨인더스트리얼	50.00%	640	
케이씨이노베이션	58.14%	7,737	
대만개사과기유한공사	100.00%	153	
개사정밀설비유호	100.00%	60	
연합뉴스 TV	0.83%	275	
<b>비상장회사 장부가치 (B)</b>		<b>13,761</b>	
<b>부동산 (B)</b>		<b>50,000</b>	삼성동 서울사무소
<b>투자자산가치 (C)</b>		<b>329,502</b>	(A) + (B)
할인률 (%) (D)		50%	
<b>적용 투자자산가치 (E)</b>		<b>164,751</b>	(C)*(1-(D))
가스공급장치 EBITDA		35,650	
<b>영업가치 (F)</b>		<b>178,250</b>	EV/EBITDA 5배 적용
순현금 (G)		212,000	
<b>적정 가치 (H)</b>		<b>555,001</b>	(E) + (F) + (G)
주식수 (천주) (I)		13,554	
<b>적정 주가 (원)</b>		<b>40,947</b>	(H) / (I)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 케이씨 P/B 밴드차트 (Trailing)



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	573	526	512	565	600
매출총이익	84	109	102	136	147
영업이익	56	76	68	91	102
EBITDA	67	80	74	99	110
순이자손익	0	2	4	5	4
외화관련손익	-2	1	2	2	0
지분법손익	15	207	16	4	0
세전계속사업손익	75	286	87	100	107
당기순이익	85	211	59	74	80
지배주주순이익	73	195	50	64	70
<b>증가율(%)</b>					
매출액	120.0	-8.2	-2.7	10.4	6.2
영업이익	155.6	37.1	-11.2	34.8	11.6
EBITDA	110.7	19.2	-7.1	33.4	11.2
순이익	66.3	147.7	-72.1	26.5	7.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	14.7	20.8	19.9	24.0	24.5
영업이익률	9.7	14.5	13.2	16.1	16.9
EBITDA 이익률	11.7	15.2	14.5	17.6	18.4
세전이익률	13.1	54.4	16.9	17.6	17.8
순이익률	14.8	40.0	11.5	13.2	13.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	56	60	31	9	78
당기순이익	85	211	59	74	80
자산상각비	12	4	7	8	9
운전자본증감	-27	-2	-2	-18	-4
매출채권 감소(증가)	-25	10	2	19	-4
재고자산 감소(증가)	-19	4	13	-5	-1
매입채무 증가(감소)	1	-10	1	12	1
투자현금흐름	-47	-24	53	40	-19
유형자산처분(취득)	-25	-17	-10	-14	-13
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-2	-3
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-2
재무현금흐름	-11	0	-6	-3	-4
차입금의 증가(감소)	4	3	-2	1	0
자본의 증가(감소)	-5	-3	-3	-3	-4
배당금의 지급	5	3	3	3	4
총현금흐름	96	83	72	42	82
(-)운전자본증가(감소)	-41	-11	20	24	4
(-)설비투자	25	23	10	15	13
(+)자산매각	-1	5	0	-2	-3
Free Cash Flow	111	75	41	2	61
(-)기타투자	89	18	-81	-63	0
잉여현금	22	58	122	65	61
NOPLAT	43	56	46	68	76
(+) Dep	12	4	7	8	9
(-)운전자본투자	-41	-11	20	24	4
(-)Capex	25	23	10	15	13
OpFCF	71	48	22	38	67

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	224	272	330	398	461
현금성자산	86	146	188	236	293
매출채권	101	92	123	124	128
재고자산	25	24	11	16	17
비유동자산	152	300	350	361	369
투자자산	99	335	263	264	265
유형자산	49	70	81	89	95
무형자산	4	5	5	7	9
<b>자산총계</b>	<b>376</b>	<b>572</b>	<b>680</b>	<b>758</b>	<b>830</b>
유동부채	108	105	103	97	98
매입채무	74	63	75	78	79
유동성이자부채	5	3	4	3	3
비유동부채	20	52	70	87	90
비유동이자부채	2	8	14	17	17
<b>부채총계</b>	<b>128</b>	<b>158</b>	<b>173</b>	<b>183</b>	<b>188</b>
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	337	380	428	489	556
자본조정	-152	-43	-6	-6	-6
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
<b>자본총계</b>	<b>248</b>	<b>415</b>	<b>507</b>	<b>575</b>	<b>642</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,920	14,365	3,722	4,746	5,201
BPS	15,692	26,927	33,184	37,695	42,615
DPS	180	220	250	280	300
CFPS	2,518	6,114	5,323	3,105	6,030
ROA(%)	17.3	41.1	8.1	8.9	8.9
ROE(%)	27.7	67.4	12.4	13.4	13.0
ROIC(%)	31.1	78.5	61.7	73.7	71.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	12.9	0.8	5.0	5.0	4.5
PBR	1.6	0.4	0.6	0.6	0.6
PSR	1.6	0.3	0.5	0.6	0.5
PCR	9.8	1.9	3.5	7.6	3.9
EV/EBITDA	3.8	0.3	1.1	1.1	0.4
배당수익률	0.7	1.9	1.3	1.2	1.3
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	51.9	38.0	34.1	31.9	29.3
Net debt/Equity	-31.8	-32.5	-33.5	-37.6	-42.6
Net debt/EBITDA	-117.2	-168.5	-228.5	-218.1	-247.9
유동비율	206.8	258.4	321.7	412.0	468.8
이자보상배율(배)	442.4	464.5	116.4	234.2	258.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	29.2	12.1	15.4	17.0	16.7
현금+투자자산	70.8	87.9	84.6	83.0	83.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	3.0	2.6	3.4	3.3	3.0
자기자본	97.0	97.4	96.6	96.7	97.0

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2020년 09월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이순학)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%