

KOSDAQ | 소재

**KCI** (036670)

# 불황형 소비 시대에 돋보일 생필품 원료 공급업체

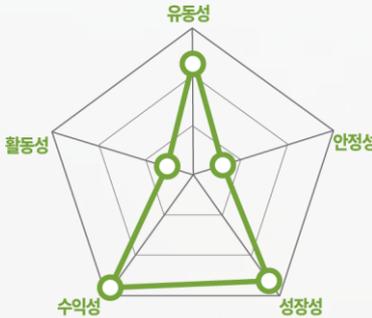
## 체크포인트

- 2000년 1월 코스닥 시장에 상장한 생활화학 전문기업으로 2017년 12월 삼양그룹 계열회사로 편입. 2023년 3분기 누적 주요 제품별 매출액 비중은 계면활성제 62.7%, 폴리머 9.7%, 기타(제품) 16.3%, 상품 1.3%로 구성되며 매출액의 약 86%가 수출을 통해 발생
- 2024년 소비재 산업은 화장품/의류업의 경우 저가형 제품을 판매하는 중소형 브랜드, 유통업은 안정적인 수요가 뒷받침되는 식품, 생활용품 등 필수 소비재 채널 실적이 선방할 것으로 판단. KCI는 생활 필수품 생산에 필요한 원료 제조 및 판매 업체로 2024년 저가형 소비 트렌드와 필수 소비재 중심의 소비가 돋보일 것으로 전망되는 만큼 안정적인 실적 우상향이 가능할 것
- 2024년 연간 매출액 1,190억원(+5.2% YoY), 영업이익 177억원(+61.3% YoY), 영업이익률 14.9%(+5.2%p YoY) 예상. 사업별 매출액은 계면활성제 743억원(+4.5% YoY), 폴리머 230억원(+3.0% YoY), 기타(제품) 204억원(+11.1% YoY), 상품 13억원(-1.6% YoY) 기대

## 주가 및 주요이벤트



## 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 소재산업 내 등급화

## 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23 기준 Trailing, Fnguide WICS 분류상 소재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

## 글로벌 2위 양이온 계면활성제, 폴리머 제조 및 판매 업체

생활화학 전문기업으로 2017년 12월 삼양그룹 계열회사로 편입됨. 주요 제품은 헤어케어/바디/스킨 원료로 사용되는 양이온 계면활성제, 폴리머, 메탈글루세스, MPC 유도체 등. 주요 고객사로 L'oreal, P&G, NIVEA, 시세이도, Johnson & Johnson, Estee Lauder, 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 글로벌 화장품 및 생활용품 기업 보유

## 불황형 소비 시대에 돋보일 생필품 원료 공급사

국내 필수소비재, 경기소비재 업종 2015~2022년 연평균 매출액 성장률은 각각 +10.0%, +5.9%. KCI의 경우 동일 기간 연평균 매출액 성장률 +16.1%를 시현하며 전방산업에 큰 폭으로 상회. KCI가 주력하는 양이온 원료의 경우 대기업의 진출 니즈가 적은 틈새 시장인 반면 동사는 지속적인 R&D와 글로벌 업체들을 고객사로 확보하며 글로벌 2위 업체로 자리매김. 2024년 국내 소비 키워드는 불황형 소비, 가성비 소비가 될 것으로 전망되며 경기소비재 보다 필수소비재 수요 증가가 두드러질 것으로 예상됨. KCI의 경우 생활필수용품 원료를 공급하며 다수의 글로벌 업체들을 고객사로 확보하고 있는 만큼 2024년 불황형 소비 패턴이 부각되는 가운데 동사의 안정적인 실적 흐름이 돋보일 것

## 2024년 안정적인 외형 흐름과 수익성 회복 기대

2023년 연간 매출액 1,131억원(+3.2% YoY), 영업이익 110억원(-49.9% YoY) 추정. 2024년 실적은 매출액 1,190억원(+5.2% YoY), 177억원(+61.3% YoY), OPM 14.9%(+5.2%p YoY) 예상. 동사는 2018년부터 10% 후반~20% 초반의 영업이익률을 기록해왔으나 2023년 스프레드 축소 영향으로 수익성이 대폭 축소됨. 2H23부터 원료 매입 부담이 감소하고 있는 것으로 파악되며 2024년에는 스프레드 안정화로 연간 매출원가율 70%를(2023F 매출원가율 75%), 영업이익률 10% 중반 수준으로 회복 가능할 전망

## Forecast earnings & Valuation

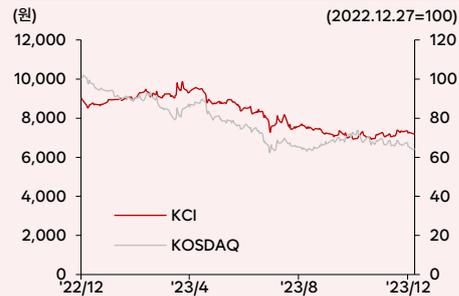
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	733	815	1,096	1,131	1,190
YoY(%)	5.2	11.3	34.5	3.2	5.2
영업이익(억원)	141	124	219	110	177
OP 마진(%)	19.2	15.3	20.0	9.7	14.9
지배주주순이익(억원)	106	102	178	117	173
EPS(원)	942	901	1,581	1,041	1,531
YoY(%)	-7.0	-4.3	75.4	-34.2	47.1
PER(배)	10.6	10.2	5.6	7.0	4.6
PSR(배)	1.5	1.3	0.9	0.7	0.7
EV/EBIDA(배)	6.2	6.2	3.5	4.8	3.2
PBR(배)	1.5	1.3	1.0	0.8	0.7
ROE(%)	15.1	12.9	19.7	11.4	15.1
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.8	3.4	3.5

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

## Company Data

현재주가 (1/4)	7,100원
52주 최고가	9,880원
52주 최저가	6,910원
KOSDAQ (1/4)	866.25p
자본금	56억원
시가총액	800억원
액면가	500원
발행주식수	11백만주
일평균 거래량 (60일)	1만주
일평균 거래액 (60일)	0억원
외국인지분율	2.25%
주요주주	삼양사 50.02%

## Price & Relative Performance



## Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	-17.3	-17.2
상대주가	-4.8	-15.1	-34.6

## 참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS증가율 (YoY)', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



## 기업 개요

### 생활용품 원재료 제조업체

#### 매출액 대부분이 양이온 계면활성제와 폴리머에서 발생

2001년 1월 코스닥 시장에 상장한 생활화학 전문기업으로 2017년 12월 삼양그룹 계열회사로 편입되었다(삼양사는 KCI 경영권지분 44.2%\_709억원에 인수). 현재 최대주주인 삼양사는 동사의 지분 50.02%를 보유하고 있다.

주요 제품은 헤어케어/바디스킨에 원료로 사용되는 양이온 계면활성제(린스), 폴리머(샴푸), 메탈글루세스(보습제/점결제), MPC 유도체(화장품)가 대표적이다. 2023년 3분기 누적 주요 제품별 매출액 비중은 계면활성제 62.7%, 폴리머 9.7%, 기타(제품) 16.3%, 상품 1.3%로 구성되며 매출액의 약 86%가 수출을 통해 발생했다.

#### 주요 고객사로 L'oreal, P&G, NIVEA, 시세이도, Johnson & Johnson, Estee Lauder 등 글로벌 생활용품 및 화장품 기업 보유

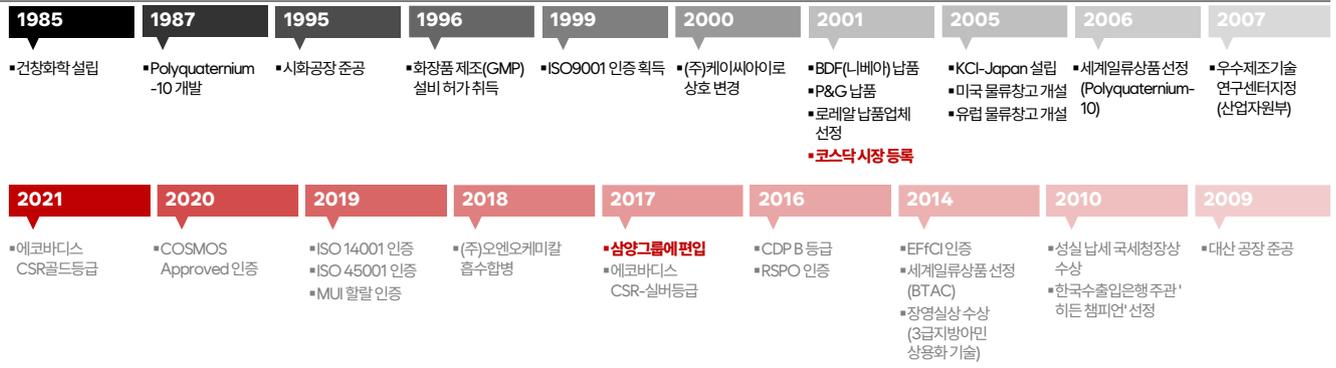
주요 고객사는 L'oreal, P&G, NIVEA, 시세이도, Johnson & Johnson, Estee Lauder, 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 글로벌 화장품 및 생활용품 기업을 보유하고 있다. 관계회사인 KCI Japan, KCI USA 현지 판매법인을 통해 글로벌 고객사 관리와 북미, 유럽 창고 운영으로 고객사의 원재료 수요에 탄력적으로 대응하고 있다.

동사의 매출액 대부분이 양이온 계면활성제와 폴리머에서 발생한다. 양이온 계면활성제는 살균, 유연, 대전방지, 습윤, 분산, 컨디셔닝 등의 기능을 바탕으로 모발 유연제, 피부 보호제, 대전 방지제, 섬유 유연제 등 광범위한 생활용품 원재료로 사용되고 있다.

양이온 계면활성제의 원재료는 천연원료인 유채종자로 동사는 유채 종자에서 추출된 유채유의 지방산을 통해 3급 지방아민으로 제조하고 있다. 로레알, 유니레버, P&G, LG 등 다국적기업의 양이온 계면활성제 연간 소비량은 약 15,000톤에 달하는 것으로 추정된다. 글로벌 1위 업체는 스위스 클라이언트 그룹으로 글로벌 시장 점유율 40% 수준을 차지하고 있다. KCI는 글로벌 2위 업체로 20% 미만 점유율을 보유하고 있는 것으로 판단된다.

양이온 폴리머는 샴푸에 사용되는 필수 원료로 대전방지 및 보습효과를 제공한다. 로레알, 유니레버, P&G, LG 등 다국적기업의 연간 양이온 폴리머는 소비량은 약 8,000톤에 달하는 것으로 추정된다. 양이온 폴리머 글로벌 1위 업체는 미국의 다우케미칼(MS 60% 추정)로 시장을 선점하고 있으며 KCI는 국내 시장에서 독점적 지위를 바탕으로 글로벌 점유율 2~3위권(MS 10% 중반 추정)을 확보하고 있다.

KCI 연혁



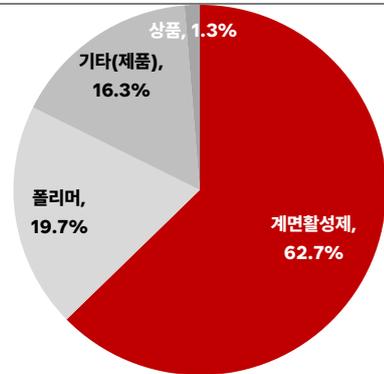
자료: KCI, 한국R협의회 기업리서치센터

주요 제품



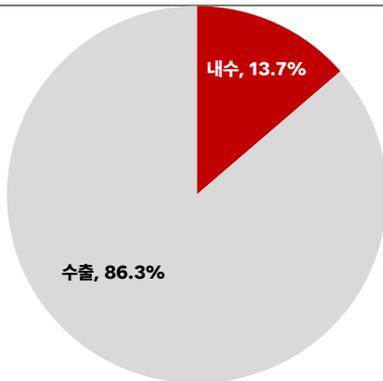
자료: KCI, 한국R협의회 기업리서치센터

사업 부문별 매출액 비중(3Q23 누적)



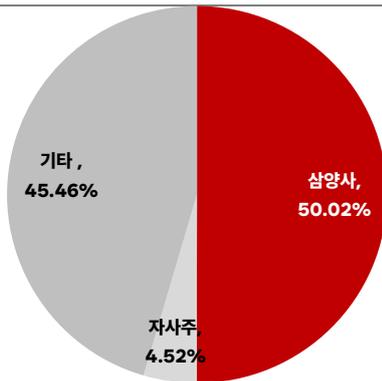
자료: KCI, 한국R협의회 기업리서치센터

내수, 수출 비중(3Q23 누적)



자료: KCI, 한국R협의회 기업리서치센터

주주 구성



자료: KCI, 한국R협의회 기업리서치센터

주요 제품 설명

<b>폴리머 (PQ-10, 구아폴리머)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 삼푸 등의 원료로 사용. 양이온 폴리머는 세정에 사용되는 음이온 계면활성제로 인하여 모발을 보호하고 있는 천연 오일이 씻겨서 모발이 얇고 광택을 잃어버리는 현상을 개선할 수 있도록 도와주는 역할</li> <li>• 모발 컨디셔닝 효과를 가지는 물질로 양이온 계면활성제와 실리콘 컨디셔닝 제품, 탄화수소 오일 등이 있으나 양이온 폴리머 보다 성능 및 안전성이 다소 떨어지는 것으로 알려져 있음. 양이온 폴리머를 대체할 수 있는 제품의 상용화는 아직 미미함</li> <li>• 동사의 폴리머 제품 중 'POLYQUA KC'는 산업자원부에서 주관하는 '2006 년 하반기 세계일류상품'에 선정됨. 주력 제품인 PQ-10 은 천연소재인 목화 펄프로부터 생성된 셀룰로오스를 양이온화 한 것으로 현재 대부분 글로벌 제조사 생산공장에 판매되며, 구아폴리머는 콩(Guar)을 원료로 생산된 구아검을 양이온화한 제품임</li> <li>• 세계시장은 미국의 AMERCHOL(DOW)사가 독과점적인 위치. KCI는 글로벌 2 위 점유율 확보 및 국내 시장에서 독보적 입지 보유</li> </ul>
<b>양이온 계면활성제</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 린스 등의 원료로 사용되는 제품으로 다국적기업으로의 꾸준히 매출 신장 중</li> <li>• 동사의 계면활성제 BTAC 가 산업자원부에서 주관하는 '2014 년 세계일류상품'에 선정이 되었으며, BTAC 의 원료인 3 급지방아민의 상용화기술을 개발하여 원료의 자체생산 기반 구축</li> <li>• 동사의 양이온 계면활성제는 유채씨에서 추출된 유채유의 지방산을 원료로 하는 3 급장쇄지방산 아민을 4 급 양이온화 한 것으로 현재 대부분 글로벌 제조사 생산공장에 판매되고 있음</li> <li>• 스위스의 클라린트가 글로벌 시장 과점. KCI는 세계 2위 업체이며 국내 시장의 경우 KCI가 독보적 입지 확보</li> </ul>
<b>메틸글루</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 천연전분을 메틸화하여 제조</li> </ul>
<b>세스</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 삼푸, 세이빙크림, 샤워젤 등에 보습제 또는 점증제로 사용되며, 피부자극을 줄여주고, 촉감개선 역할</li> </ul>
<b>MPC</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 피부의 세포막과 매우 유사한 구조로 이루어져 있으며 동사의 MPC 유도체 제품은 주로 화장품용 원료로 사용되고 있음</li> </ul>
<b>유도체</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 생체친화성이 높은 성질을 이용하여 생체적합성 고분자의 소재로도 사용되고 있으며, 이를 이용하여 인공 바이오장기 및 성형보형물로의 고분자소재로 연구가 활발히 진행 중</li> </ul>

자료: KCI, DART, 한국R협의회 기업리서치센터

양이온 폴리머(삼푸 구성 원료)

양이온 폴리머	약 0.5%
음이온 계면활성제	15~20%
비이온 계면활성제	약 5%
기타	약 5%
물	약 70%

자료: KCI, 한국R협의회 기업리서치센터

양이온 계면활성제(린스 구성 원료)

양이온 계면활성제	2~4%
실리콘	약 5%
오일 등	약 5%
기타	약 5%
물	약 80%

자료: KCI, 한국R협의회 기업리서치센터


**산업 현황**
**2024년 국내 소비 시장 전망**

**금리 인상 기조가 안정화될 것으로 기대되고 있으나, 당분간 높은 수준의 금리 환경은 지속될 것.**

2023년 한국 경제 성장률은 1.4%의 저성장을 기록했으나 2024년에는 2%초반 수준으로 전년 보다 높은 수준으로 회복될 것으로 전망된다. 2024년 반도체 업황 회복, 글로벌 교역 증가에 의한 수출 및 설비투자가 전반적인 경제 성장을 이끌 것으로 기대되나, 부동산 경기 부담 누적에 따른 건설 투자 둔화 및 소비 부진으로 내수 경기 회복은 어려울 것으로 예상된다.

**2024년에도 경기위축, 이자부담, 물가상승으로 가계 소비 여력은 제한적**

2023년 상반기 주식 시장 선방으로 소비 심리 상승을 경험했으나, 한국의 수출형 경제 구조 특성상 수출 경기에 따른 국내 소비 심리 영향이 불가피하다. 2022년부터 수출 성장률이 둔화되며 국내 소비 심리지도 추세적인 상승세를 이어나가기 어려운 환경이 지속되고 있다. 또한 고금리 & 고물가 장기화로 가계 소비 여력은 제한적인 상황이며 2024년에도 매크로 환경 내 불확실성이 여전할 것으로 예상되는 만큼 단시일 내 국내 소비의 회복세를 기대하기 어렵다고 판단된다.

한편 코로나 19 기간 저금리 기반으로 한국 가계부채는 큰 폭으로 증가했으며 2023년 부동산 경착륙 우려에 따른 정부의 1.3 부동산 대책(일부 규제 완화로 수도권 중심 매수 심리 회복) 효과가 더해지며 국내 가계부채는 2023년 2분기 이후 증가세로 전환되었다.

증가한 가계 부채에 고금리 부담이 더해지며 2023년 상반기부터 가계 대출 연체율 상승세 전환과 함께 신용대출의 경우 연체율이 2015년 이후 최고 수준으로 상승했다. 금리 부담이 지속되는 가운데 부동산, 주식 등 자산 가격 하락으로 내수 소비의 부진한 흐름은 불가피할 것으로 전망되고 있다.

**소비재 중 프리미엄 브랜드 등 사치재 보다 필수 소비재 및 가성비 두드러지는 제품 중심의 소비 전망**

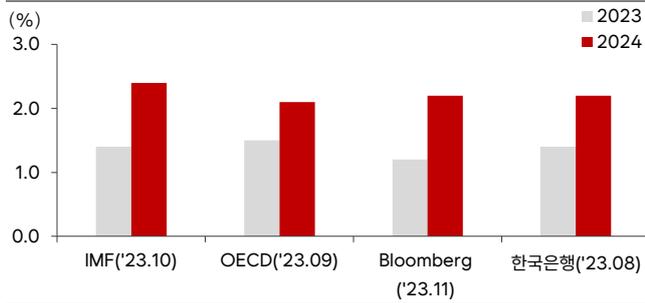
한편 고금리 기조에 따라 2022년 하반기 이후 실질임금 감소세가 지속되고 있어 가처분소득 감소와 부동산, 주식 등 자산 가격 하락으로 내수 소비는 부진한 흐름이 불가피할 전망이다. 결과적으로 향후 내수소비는 사치재 보다 가성비 제품과 필수소비재를 중심으로 집중될 것으로 예상되고 있다.

국내 소비재 산업은 크게 유통, 화장품, 의류 업종으로 구성된다. 화장품과 의류업종 모두 럭셔리 프리미엄 브랜드 소비 대신 빠른 트렌드 변화에 대응하고 저가형 제품을 판매하는 중소형 브랜드의 선전이 돋보일 것으로 예상되고 있다.

유통업종의 경우 안정적인 수요가 뒷받침되는 식품, 생활용품 등 필수 소비재 유통 채널의 실적이 경기 민감 채널인 백화점, 면세점 대비 선방할 수 있을 것으로 판단된다.

KCI는 생활 필수품 생산에 필요한 원료 제조 및 판매 업체로 2024년 저가형 소비 트렌드와 필수소비재 중심의 소비가 돋보일 것으로 전망되는 만큼 안정적인 실적 우상향이 가능할 것으로 예상된다.

기관별 한국 경제성장률 전망



자료: PwC Korea, 한국R협의회 기업리서치센터

부문별 성장률 전망

	2022	2023E	2024E
GDP 성장률	2.6	1.3	2.1
민간소비	4.1	2.1	2
건설투자	-2.8	2.5	-1.6
설비투자	-0.9	-1.4	3.4
총수출	3.4	1.3	2.6
총수입	3.5	2.5	2.4

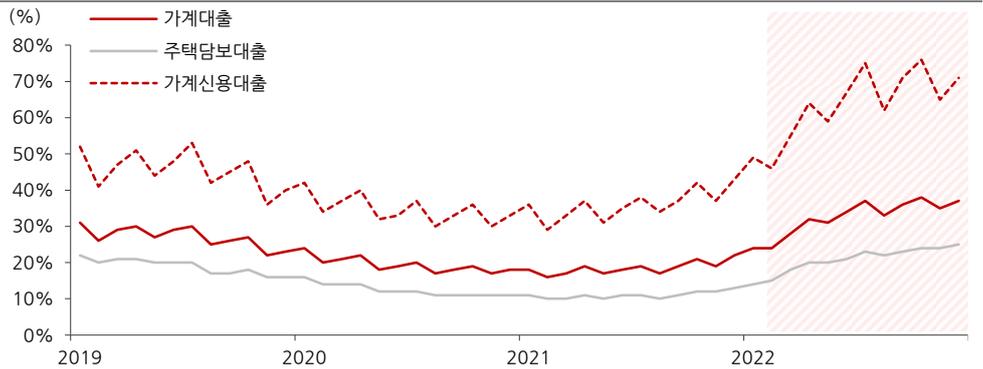
자료: 금융연구원(23.11), 한국R협의회 기업리서치센터

국가별 코로나-19 전후 가계부채수준 비교(GDP 대비)

	한국	미국	EU	중국	일본
'19.4Q	95.0	75.6	57.5	55.5	62.6
'20.4Q	103.0	79.3	62.1	61.9	67.6
'23.1Q	101.5	73.6	56.5	62.0	68.1

자료: BIS, 한국R협의회 기업리서치센터

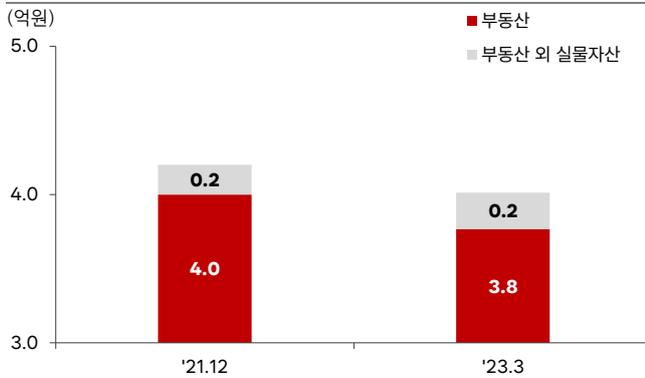
가계대출, 주택담보대출, 가계신용대출 연체율 현황



주: 은행권 가계대출 대상

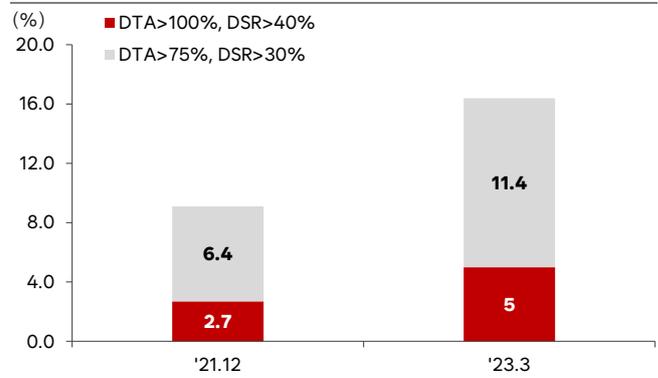
자료: 금융감독원, PwC, 한국R협의회 기업리서치센터

부동산 및 부동산 외 실물자산 기준 가계 평균 자산 규모



자료: 한국은행, 한국R협의회 기업리서치센터

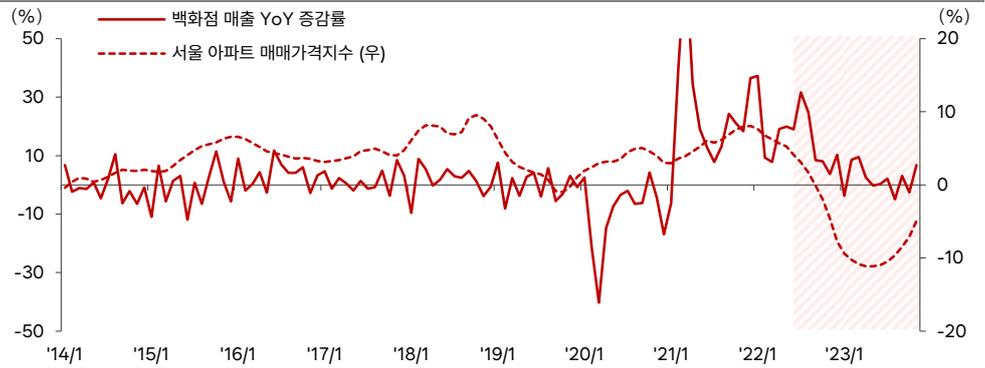
고위험 가구 비중 추이



주: DTA: 부채/자산비율, DSR: 총부채원리금 상환비율

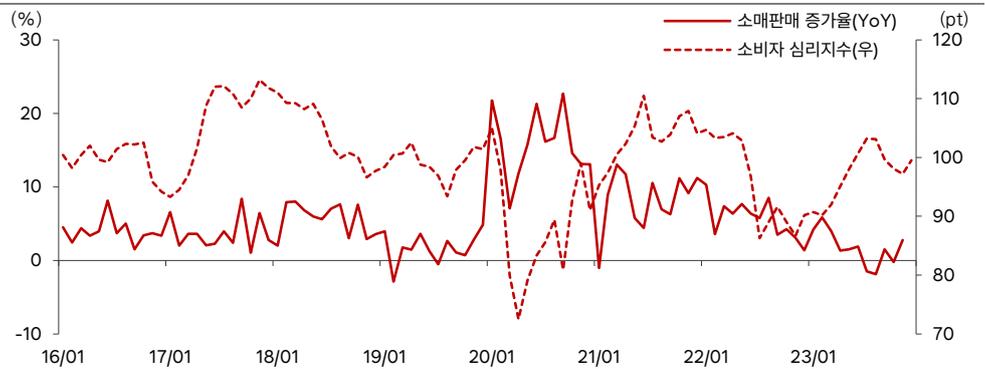
자료: 한국은행, PwC, 한국R협의회 기업리서치센터

서울 아파트 가격 및 백화점 매출 YoY 성장률 추이 비교



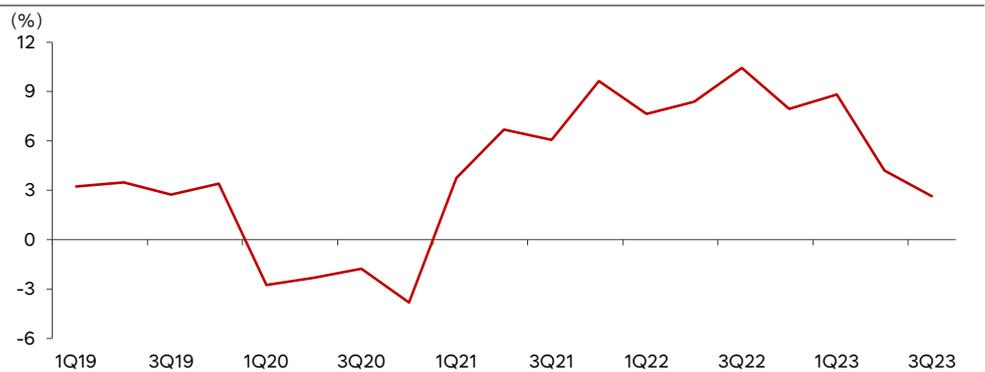
자료: KB국민은행, 산업통상자원부, 한국은행, 한국R협회의 기업리서치센터

소매판매 증가율(YoY)와 소비자심리지수



자료: 통계청, 한국은행, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 소비자출액 YoY 증가율



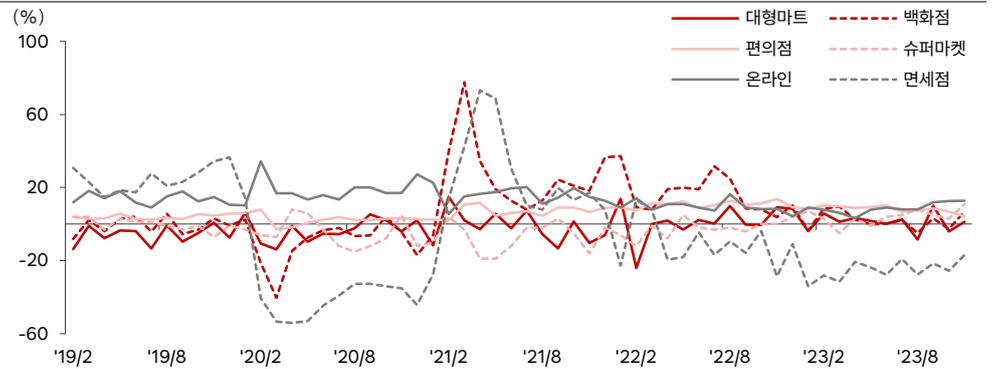
자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 거주자의 해외 소비 및 YoY 증가율



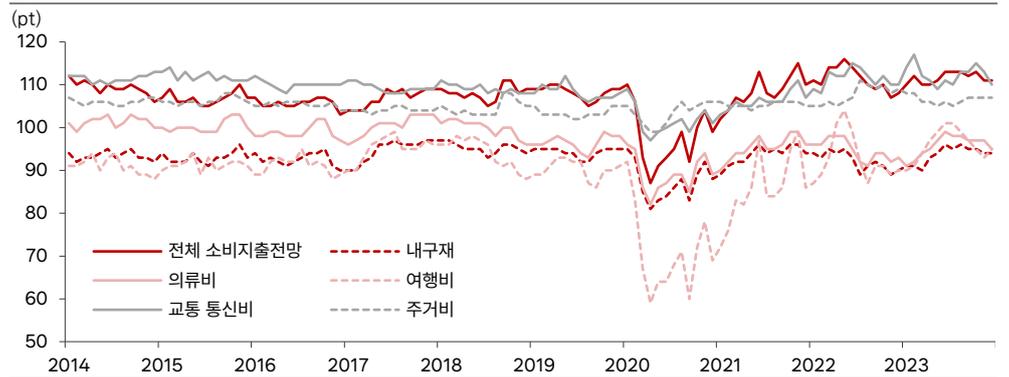
자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

유통 업체별 성장률 추이



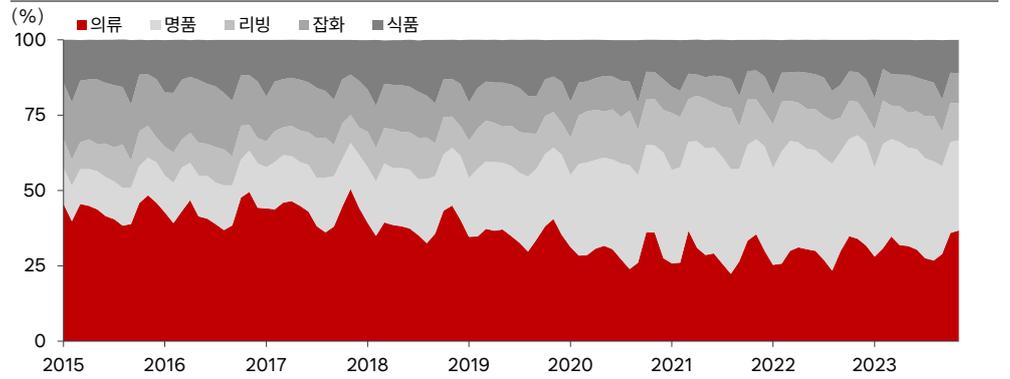
자료: 한국면세점협회, 산업통상자원부, 한국R협회의 기업리서치센터

재화별 소비지출전망 추이



자료: 한국은행, 한국R협회의 기업리서치센터

백화점 품목별 비중 추이



자료: 산업통상자원부, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 불황형 소비 시대에 돋보일 생필품 원료 공급사

#### 2024년 국내 소비는 성장 둔화가 지속될 전망

KCI 주요 제품인 계면활성제, 폴리머는 샴푸/린스/세제/스킨케어 제품 원료로 동사의 전방산업은 필수소비재와 화장품으로 볼 수 있다. 필수소비재와 경기소비재 산업에 속한 국내 상장사의 경우 2015년부터 2022년 연평균 합산 매출액 성장률은 각각 +10.0%, +5.9%를 기록했다. 반면 생활 필수품 제조 원료를 공급하고 있는 KCI의 경우 2015~2022년 CAGR은 +16.1%로 소비재 업종 성장률을 크게 상회하는 성장세를 달성했다.

#### KCI의 경우 생활 필수용품 원료 공급으로 안정적인 외형성장 스프레드 개선에 따른 YoY 수익성 회복 돋보일 전망

계면활성제와 폴리머는 크게 비이온, 음이온, 양이온, 양성으로 분류되며 동사는 양이온 제품을 주력으로 생산하고 있다. 샴푸의 경우 물 70%, 음이온 계면활성제 15~20%, 비이온 계면활성제 5%, 양이온폴리머 0.5%, 기타 5% 원료 배합으로 제조되며, 린스는 물 80%, 실리콘 5%, 오일 5%, 양이온 계면활성제 2~4%, 기타 5% 등으로 구성된다.

계면활성제와 폴리머를 사용하는 대표 생활용품 원료 배합에서 알 수 있듯 양이온은 음이온 대비 시장 규모가 적은 니치마켓이다. 틈새 시장인 만큼 대기업의 신규 진출 니즈가 적은 반면 KCI는 지속적인 연구 개발과 로레알, P&G, NIVEA, Johnson & Johnson, 시세이도 등 생활용품 업체들을 고객사로 확보하며 장기간 글로벌 업체항 공급 레퍼런스를 축적해왔다. KCI는 현재 양이온 폴리머 및 계면활성제 글로벌 2위 업체로 자리매김에 성공했으며 이는 동사의 안정적인 외형성장으로 이어지고 있다.

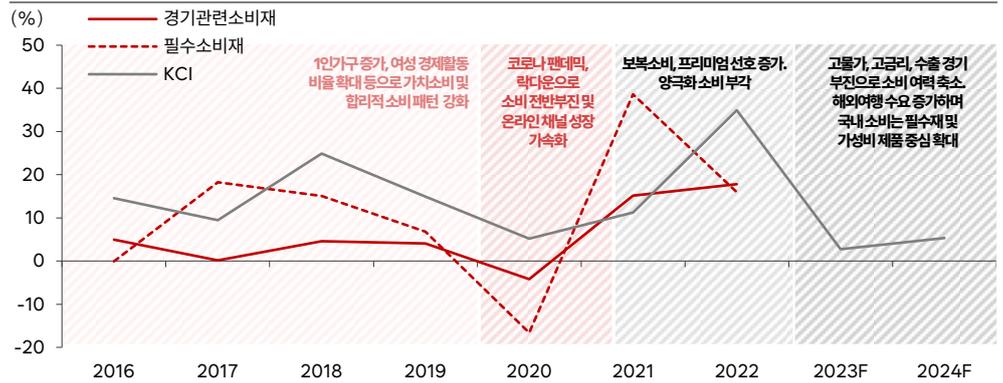
한편 2017년 12월 KCI가 삼양그룹으로 편입된 이후 영업력 강화 및 효율적인 재고관리 등 그룹사 시너지 효과가 더해지며 인수 이전 보다 가파른 실적 성장을 경험했다. 2010년부터 2017년 KCI의 매출액, 영업이익 연평균 성장률은 각각 7.7%, 7.5%를 기록했으나 2017년부터 2024년 매출액과 영업이익 연평균 성장률은 각각 13.7%, 19.4%를 달성할 전망이다.

2024년 국내 소비는 전반적으로 부진한 흐름이 불가피할 것으로 전망되고 있다. 장기화된 고금리, 경기 둔화로 실질 임금 축소, 이자 부담 확대가 지속되며 전체 소비 여력이 감소한 반면 해외 여행 수요는 증가하고 있기 때문이다. 전체 소비 체력이 제한적인 반면 해외 소비액은 증가하고 있어 국내 소비 성장 부진은 불가피할 것으로 전망된다. 특히 국내 소비 중에서도 사치재 중심 소비 축소가 진행되며 2024년에도 이러한 현상이 지속될 것으로 전망되고 있다.

따라서 2024년 국내 소비 키워드는 불황형 소비, 가성비 소비가 될 것으로 경기소비재 보다 필수소비재 수요 증가가 두드러질 것으로 기대된다. KCI의 경우 생활필수용품 원료를 공급하며 다수의 글로벌 업체들을 고객사로 확보하고 있는 만큼 여타 중소형 소비재 업체 대비 2024년에도 안정적인 실적 흐름을 기록할 것으로 예상된다. 2024년 불황형 소비 패턴이 부각되는 가운데 KCI의 안정적인 실적 흐름이 돋보일 것으로 전망한다.

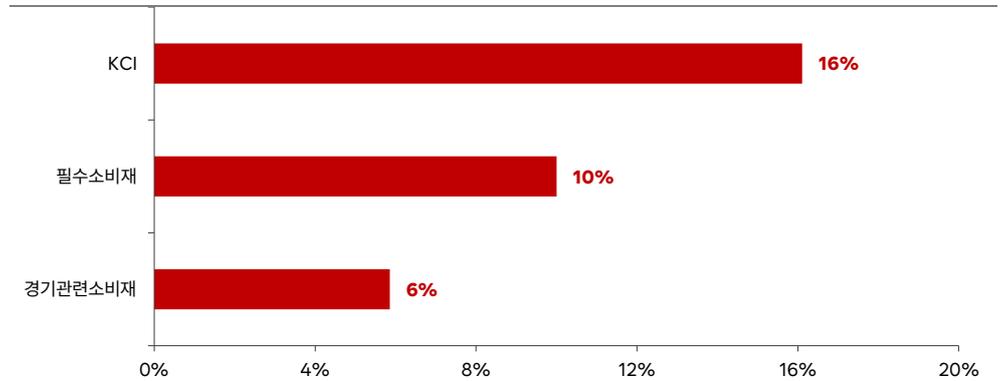
한편 국내 시장에서 독보적 입지와 글로벌 시장에서 탐티어 업체로 자리매김한 만큼 상대적으로 제품 판매 가격 방어에 유리한 점도 긍정적이다. 2023년의 경우 2022년 하반기 고가에 매입된 주요 원재료를 통한 제품 생산 및 매출 인식으로 매출원가율 부담이 발생하며 부진한 수익성을 기록했으나, 2023년에 들어오며 원재료 가격은 하향 안정화된 것으로 파악된다. 2024년에는 원재료 가격 부담 완화 및 제품 가격 방어 효과가 가시화되며 안정적인 외형 성장에 수익성 회복세가 돋보일 것으로 기대한다.

**2015~2022년 경기소비재, 필수소비재 업종 및 KCI 매출액 YoY 성장률**



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

**2015~2022년 경기소비재, 필수소비재 업종 및 KCI 매출액 CAGR 비교**



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

**실적 추이 및 전망**

**2023년 연간 영업이익률은 9.7%로 전년 대비 -10.3%p 감소할 전망**

**2023F 매출액 1,131억원(+3% YoY), 영업이익 110억원(-50% YoY)**

2022년 글로벌 양이온 계면활성제 원료 수급난이 발생했으나 동사는 경쟁사 대비 원활한 원료 확보로 거래처 내 점유율 확대와 원료가격 및 운임비 인상분의 판가 반영으로 주요 판매 가격이 YoY 20% 정도 인상되며 2022년 동사는 YoY +34% 이상의 가파른 외형 성장을 기록했다. 2023년에는 전년 기저 부담에 따라 성장폭은 둔화될 전망이다.

2023년 연간 실적은 매출액 1,131억원(+3.2% YoY), 영업이익 110억원(-49.9% YoY)을 추정한다. 사업 부문별 매출액은 계면활성제 711억원(+2.0% YoY), 폴리머 223억원(-5.5% YoY), 기타(제품) 184억원(+20.9% YoY), 상품 13억원(+25.3% YoY)을 예상한다. 2023년 연간 영업이익률은 9.7%로 전년 대비 -10.3%p 감소할 것으로 추정한다.

2023년 상반기 실적은 매출액 581억원(+12.2% YoY), 영업이익 45억원(-56.4% YoY), OPM 7.7%(-12.2%p YoY)를 기록하며 전년 대비 이익률이 큰 폭으로 하락했다. 동사의 주요 원재료는 목화펄프, 콩(Guar), 유채종자 등으로 이 중 2022년 양이온 계면활성제 천연원료인 유채종자 수급난이 발생하며 2022년 연초부터 유채종자 가격은 급속도로 상승하며 연중 사상 최고가를 기록했기 때문이다.

2022년 고가에 매입한 유채종자로 생산된 양이온 계면활성제가 2023년 판매됨에 따라 상반기 스프레드(제품 가격과 원재료 가격 차이)가 대폭 축소되며 2023년 상반기 영업이익률 타격이 불가피했다. 또한 수익성 좋은 폴리머의 경우 통상적으로 전체 매출액 대비 20% 중후반 이상 차지했으나 1H23 19%를 기록하며 제품 Mix도 둔화되었다.

2023년 하반기 매출액 550억원(-4.8% YoY), 영업이익 65억원(-44.1% YoY)을 예상한다. 2023년 하반기부터 스프레드 개선이 원가를 회복으로 점진적으로 반영되고 있으며 동사의 매출액 85% 내외가 수출을 통해 발생하는 만큼 2023년 상반기 대비 하반기 환율(원달러) 상승에 따른 추가적인 수익성 회복이 가능할 전망이다.

2023년 4분기 예상 실적은 매출액 276억원(-4.5% YoY), 영업이익 35억원(-21.5% YoY)을 추정하며 2023년 분기별 영업이익률 1Q23 7.7% → 2Q23 7.9% → 3Q23 10.8 → 4Q23F 12.7%를 예상한다.

**Rapeseed oil 가격 추이**



자료: Tradingeconomics, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2024년 안정적인 외형 흐름과 수익성 회복 기대

**2024년 연간 매출총이익률 30%(+7.1%p YoY), 영업이익률 14.9%(+5.2%p YoY) 전망**

2024년 연간 실적은 매출액 1,190억원(+5.2% YoY), 영업이익 177억원(+61.3% YoY), 영업이익률 14.9%(+5.2%p YoY)를 예상한다. 사업부문별 매출액은 계면활성제 745억원(+4.8% YoY), 폴리머 241억원(+7.9% YoY), 기타(제품) 190억원(+3.4% YoY), 상품 14억원(-6.0% YoY)를 기대한다.

2024년 영업이익률은 10% 중반 수준으로 회복할 전망이다. 유채종자 가격추이와 유사한 흐름을 보이는 Rapeseed oil(식용) 가격은 2022년 4~5월 1,000EUR/T까지 급등한 이후 2022년 10월 이후 2021년 가격 레벨인 600EUR/T까지 하락했으며 2023년 하반기부터 2024년 연초 400~450EUR/T 수준으로 하향 안정화되었다.

2024년에는 스프레드 개선으로 연간 매출원가율 70%(2023F 매출원가율 75%)와 영업이익률 14.9%(+5.2%p YoY)를 추정한다. 또한 기타 제품군 중 의료, 산업용 유전 추출에 사용되는 MPC는 동사의 제품군 중 가장 높은 수익성을 보유하고 있어 MPC를 중심으로 기타 제품 매출 비중이 꾸준히 상승하고 있는 점도 긍정적이다.

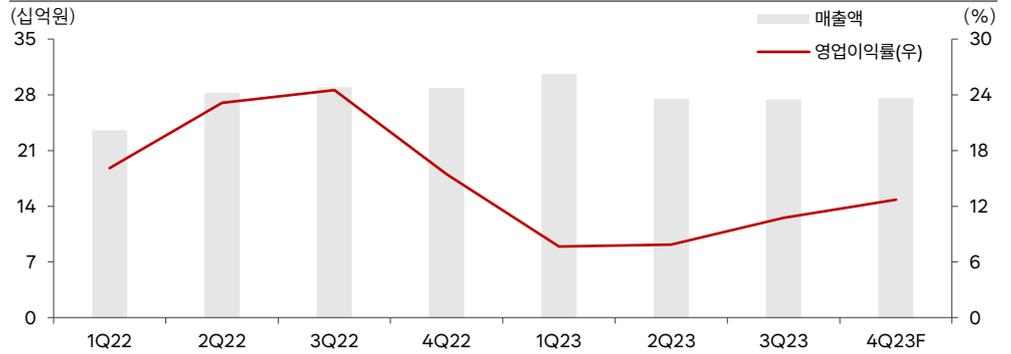
연간 실적 테이블

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	73.3	81.5	109.6	113.1	119.0
계면활성제	33.2	45.5	69.7	71.1	74.5
폴리머	22.1	22.9	23.6	22.3	24.1
기타	16.6	11.6	15.2	18.4	19.0
상품	1.3	1.6	1.1	1.3	1.4
영업이익	14.1	12.4	21.9	11.0	17.7
영업이익률	19.2	15.3	20.0	9.7	14.9
순이익	10.6	10.2	17.8	11.7	17.3
순이익률	14.5	12.5	16.3	10.4	14.5
YoY					
매출액	5.2	11.3	34.5	3.2	5.2
계면활성제	14.1	37.0	53.3	2.0	4.8
폴리머	-9.6	3.5	3.1	-5.5	7.9
기타	12.6	-30.5	31.5	20.9	3.4
상품	-0.9	18.4	-32.3	25.3	6.0
영업이익	-2.8	-11.7	75.8	-49.9	61.5
순이익	-7.0	-4.3	75.4	-34.2	47.1

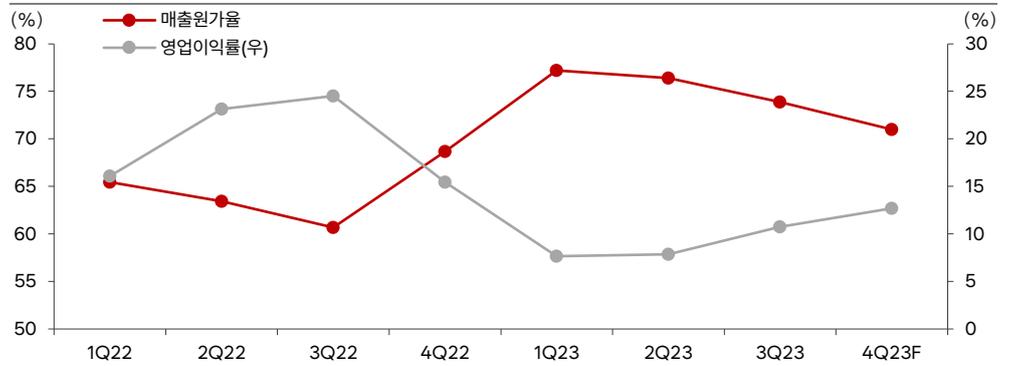
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 실적 추이



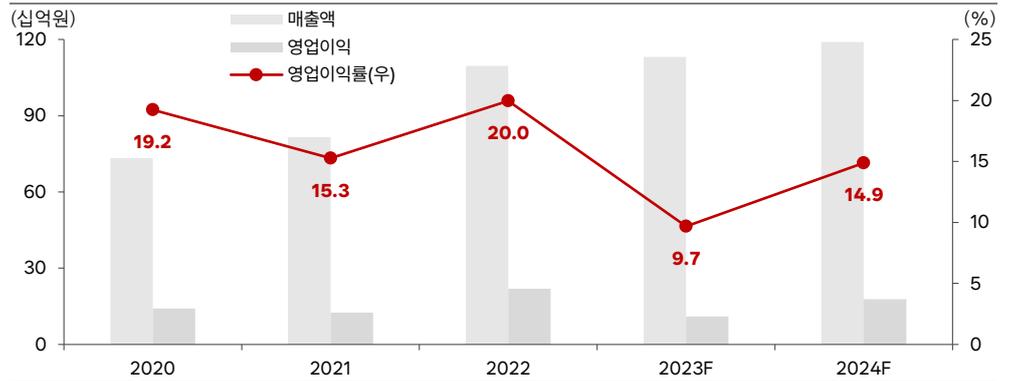
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

분기 매출원가율, 영업이익률 추이 및 전망



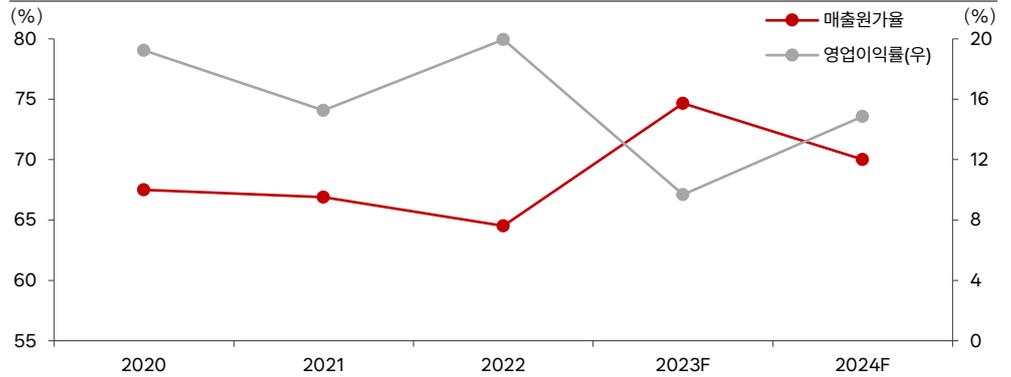
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



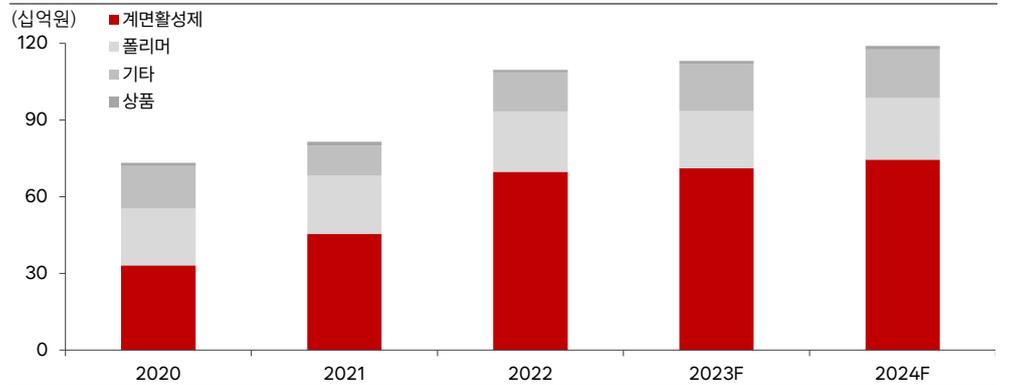
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 매출원가율, 영업이익률 추이 및 전망



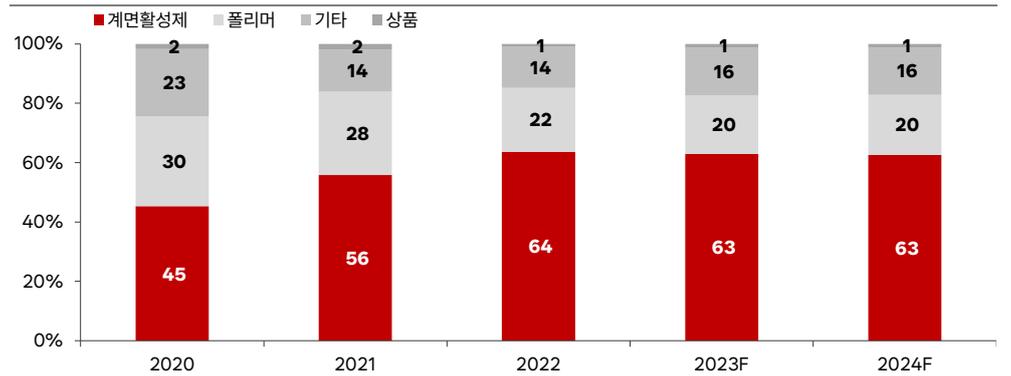
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

사업 부문별 매출액 추이 및 전망



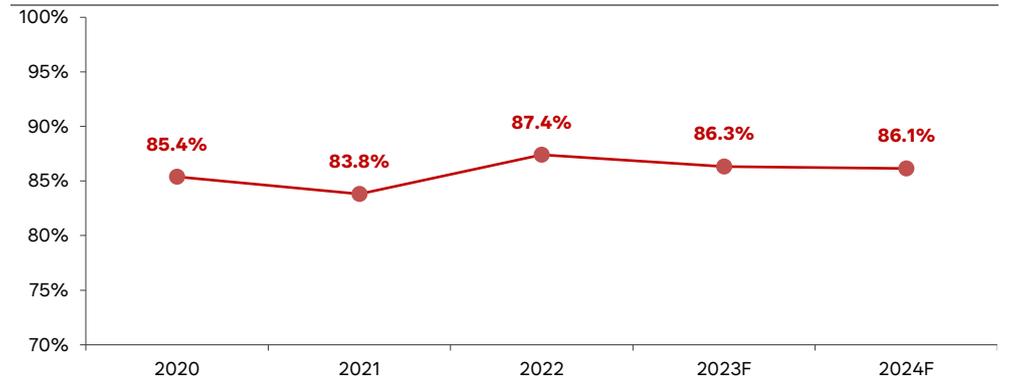
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 매출액 비중 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

내수, 수출 비중 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터



## Valuation

### 2024F PER 4.6배

현재 동사의 기업가치는  
2024F PER 기준  
역사적 최저 수준까지 하락

KCI의 현재 주가는 2024년 예상 EPS 기준 PER 4.6배이다. 코스피, 코스닥의 2024F PER은 각각 11배, 21배이며 필수 소비재와 소매(유통) 업종 2024F PER은 10배, 9.5배에서 거래되고 있다. KCI의 2024F PER 밸류에이션은 소비재 업종 및 코스피, 코스닥 지수 대비 낮으며 2010년 이후 KCI의 PER 레벨 최저점 수준에서 거래되고 있다.

여타 중 소형 소비주가 히트 브랜드 및 제품 런칭으로 실적 모멘텀, 브랜드 가치가 주목받으며 가파른 주가 상승을 경험하는 것과 다르게 동사는 안정적인 외형 성장과 10% 후반을 상회하는 높은 영업이익률을 기반으로 2018년부터 2022년 10배 내외의 PER 배수에서 기업가치 등락을 반복해왔다.

2023년에 들어오며 스프레드 축소에 따른 매출원가율 상승으로 동사의 영업이익률은 통상적으로 10% 중후반 수준을 기록해왔으나 2023년 1분기부터 한 자릿 수 후반으로 대폭 축소되며 밸류에이션 레벨은 저점 수준으로 동반 하락했다. 2023년 원재료 가격 하락 추세가 2H23부터 동사의 스프레드 개선으로 반영되고 있다. 2023년 하반기의 경우 상반기 대비 양호한 이익률을 기록한 것으로 추정되며 2024년 동사의 영업이익률은 10% 중반 수준으로 회복할 수 있을 것으로 전망된다.

한편 소비 환경의 주요 지표로 볼 수 있는 글로벌 소비재 업체의 주가 항방에서도 2024년 국내 소비는 필수소비재와 저가제품을 중심으로 형성될 것을 확인할 수 있다. 글로벌 최대 사치재 제조기업인 LVMH(Moët Hennessy-Louis Vuitton)의 경우 2023년 하반기부터 시가총액과 12MF PER 배수 하락세가 동반되고 있는 반면 글로벌 필수재 유통업체인 월마트는 2023년 연초 이후 꾸준히 기업가치와 12MF PER 배수가 상승하는 흐름을 보이고 있다.

KCI는 필수생활용품 원료 제조 및 판매 업체인 만큼 2024년 전반적으로 국내 소비 부진에도 1) 안정적인 외형 성장과 이익률 회복 가시화, 2) 20% 내외 수준의 배당성향이 돋보일 것으로 예상된다. 최저점 수준으로 조정된 밸류에이션을 기반으로 점진적인 기업가치 회복을 기대한다.

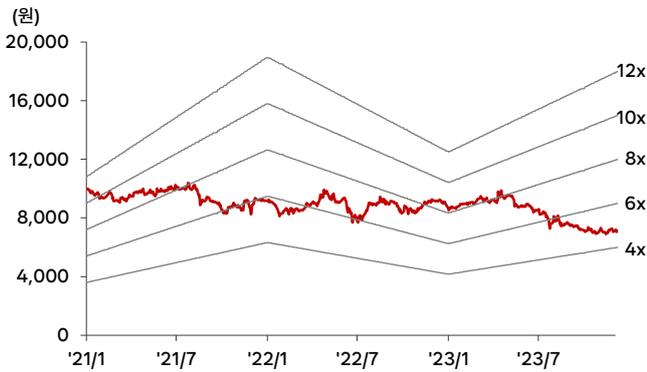
KCI의 PER Level

(단위: 배)

2020Y			2021Y			2022Y			2023F	2024F
Low	Avg	High	Low	Avg	High	Low	Avg	High	2024.01.04	2024.01.04
6.2	10.6	13.4	9.1	10.5	11.7	4.8	5.6	6.5	7.0	4.6

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

KCI 12MF PER Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

KCI 12MF PBR Band



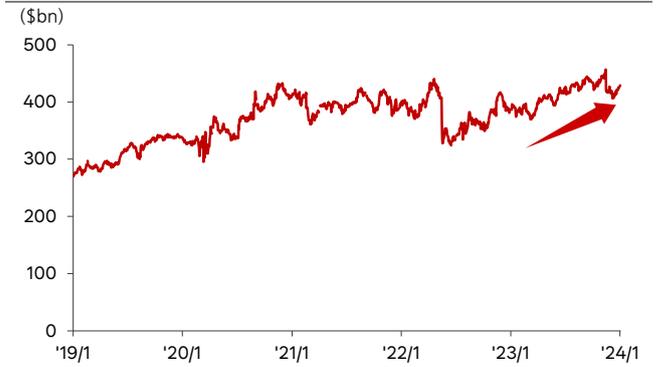
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

LVMH 시가총액 추이



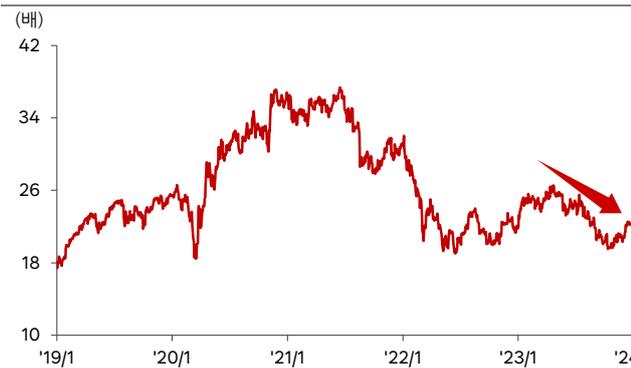
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

WALMART 시가총액 추이



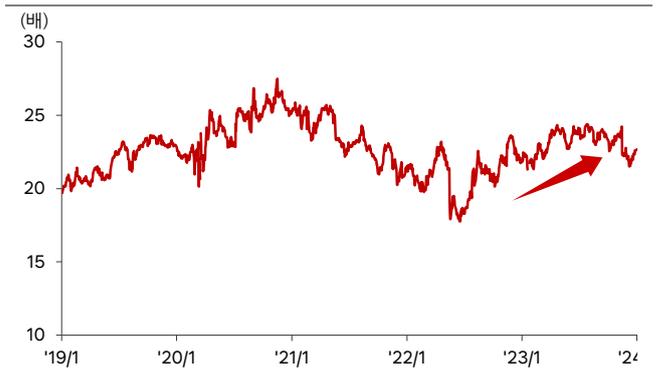
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

LVMH 12MF PER 추이



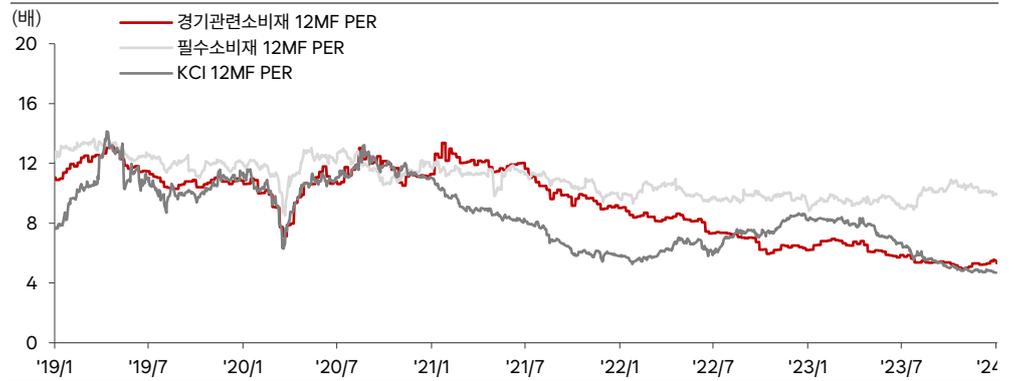
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

WALMART 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 경기관련소비재, 필수소비재, KCI 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

 **리스크 요인**

동사의 수익성은 원재료 가격과 환율 추이에 많은 영향을 받는다. 주력 전방산업이 샴푸, 린스, 세제 등 생활용품이기 때문에 안정적인 실적 흐름이 강점이나 구조적인 성장을 기대하기 어렵다. 따라서 매출액 보다 수익성의 향방이 동사의 기업가치에 주요하게 작용하고 있다고 판단된다.

동사의 수익성은 크게 환율과 원재료 가격에 결정된다. 매출액의 80% 후반이 수출을 통해 발생하고 있어 달러 강세 구간에서 긍정적 환율효과가 발생한다. 한편 동사의 매출원가율은 통상적으로 매출액의 70% 내외 수준을 차지하고 있어 주요 원료 가격 추이에 따른 영업이익 및 수익성 변동성 확대가 불가피하다.

동사가 보유한 생산기술, 영업력, 글로벌 고객 저변 등 자체 경쟁력 보다 원재료 가격, 환율 추이와 같은 외부 요소가 동사의 실적과 기업가치에 상대적으로 높은 영향을 미치고 있는 점은 아쉬운 부분이다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	733	815	1,096	1,131	1,190
증가율(%)	5.2	11.3	34.5	3.2	5.2
매출원가	494	545	707	845	833
매출원가율(%)	67.4	66.9	64.5	74.7	70.0
매출총이익	238	270	389	286	357
매출이익률(%)	32.5	33.1	35.5	25.3	30.0
판매관리비	97	145	170	177	180
판매비율(%)	13.2	17.8	15.5	15.6	15.1
EBITDA	168	155	257	147	214
EBITDA 이익률(%)	23.0	19.0	23.4	13.0	18.0
증가율(%)	2.9	-7.8	65.5	-42.5	45.3
영업이익	141	124	219	110	177
영업이익률(%)	19.2	15.3	20.0	9.7	14.9
증가율(%)	-2.8	-11.7	75.8	-49.8	61.3
영업외손익	-6	6	7	35	38
금융수익	4	1	8	11	12
금융비용	3	4	14	16	15
기타영업외손익	-7	9	13	40	41
중속/관계기업관련손익	0	1	1	1	1
세전계속사업이익	135	132	227	146	216
증가율(%)	-7.9	-2.6	72.2	-35.1	47.4
법인세비용	29	30	49	30	44
계속사업이익	106	102	178	97	167
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	106	102	178	117	173
당기순이익률(%)	14.5	12.5	16.3	10.4	14.5
증가율(%)	-7.0	-4.3	75.4	-34.2	47.1
지배주주지분 순이익	106	102	178	117	173

**현금흐름표**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	100	77	130	125	148
당기순이익	106	102	178	117	173
유형자산 상각비	27	30	35	35	35
무형자산 상각비	0	0	3	2	2
외환손익	5	1	21	0	0
운전자본의감소(증가)	-27	-66	-94	-30	-62
기타	-11	10	-13	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-63	-71	-88	-43	-47
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-2	-3
유형자산의 감소	0	0	9	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-73	-53	-78	-30	-40
기타	10	-18	-19	-11	-4
재무활동으로인한현금흐름	-43	-33	27	-27	-27
차입금의 증가(감소)	-20	-10	50	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-22	-22	-22	-27	-27
기타	-1	-1	-1	0	0
기타현금흐름	-2	-0	1	2	0
현금의증가(감소)	-8	-27	70	57	74
기초현금	98	90	63	133	190
기말현금	90	63	133	190	264

**재무상태표**

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	424	520	744	805	940
현금성자산	90	63	133	190	260
단기투자자산	11	20	45	45	48
매출채권	109	164	170	200	220
재고자산	204	257	382	360	400
기타유동자산	11	16	14	10	12
비유동자산	421	454	488	493	499
유형자산	391	414	452	446	451
무형자산	16	26	25	23	21
투자자산	9	9	7	9	12
기타비유동자산	5	5	4	15	15
자산총계	845	974	1,231	1,298	1,439
유동부채	88	138	247	221	221
단기차입금	10	3	1	1	1
매입채무	37	75	105	100	110
기타유동부채	41	60	141	120	110
비유동부채	11	10	2	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	10	0	0	0
기타비유동부채	1	0	2	3	3
부채총계	99	148	249	223	223
지배주주지분	746	826	982	1,072	1,218
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	67	67	67	67	67
자본조정 등	-42	-42	-42	-42	-42
기타포괄이익누계액	-1	-1	-2	-2	-2
이익잉여금	665	745	902	992	1,138
자본총계	746	826	982	1,072	1,218

**주요투자지표**

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	10.6	10.2	5.6	7.0	4.6
P/B(배)	1.5	1.3	1.0	0.8	0.7
P/S(배)	1.5	1.3	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.2	6.2	3.5	4.8	3.2
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.8	3.4	3.5
EPS(원)	942	901	1,581	1,041	1,531
BPS(원)	6,617	7,327	8,712	9,514	10,806
SPS(원)	6,500	7,232	9,725	10,038	10,559
DPS(원)	200	200	250	250	250
수익성(%)					
ROE	15.1	12.9	19.7	11.4	15.1
ROA	13.0	11.2	16.2	9.3	12.6
ROIC	17.5	14.0	21.6	8.3	15.0
안정성(%)					
유동비율	480.3	377.5	301.2	364.7	426.0
부채비율	13.3	17.9	25.4	20.8	18.3
순차입금비율	-10.5	-8.8	-11.8	-11.1	-9.7
이자보상배율	262.7	481.6	324.6	99.0	159.6
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
매출채권회전율	6.4	6.0	6.6	6.1	5.7
재고자산회전율	3.9	3.5	3.4	3.0	3.1

### 최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

#### 시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자들의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
KCI	X	X	X

### Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.