

| 화학 |

KCC(002380.KS)

King Of Chemical Cycle, KCC

2026E Overview: '26년 매출 7조 6,035억 원(YoY+25.56%), 영업이익 6,135억 원(YoY+43.5%)을 전망한다. 실리콘 업사이클 본격화에 따른 수급 불균형 해소와 경쟁사 이탈 물량 흡수가 동시에 작동하며 실리콘 부문의 외형과 수익성 개선이 가시화될 것이다. 더불어 이자비용이 '25년 3,398억 원 → '26년 1,753억 원 감소(YoY -48.4%)가 순이익에 직접 레버리지로 작용하며 '26년은 동사의 영업이익 성장과 금융비용 축소가 동시에 실현되는 중요한 변곡점이 될 전망이다.

[Investment Point 1] 여유 CAPA가 남아도는, 명품으로 치장한 우리

'26년 실리콘 부문 매출 4조 2,059억 원(YoY +37.13%)을 전망한다. 글로벌 Commodity 68%를 점유하는 중국의 감소 합의와 Dongyue 30만 톤 섀다운과 더불어 경쟁사들의 구조조정에 따른 공급과잉 해소 국면에서 유럽 Dow의 Barry 폐쇄가 확정되었다. 동사는 경쟁사 대비 고부가 믹스(82%)에 따른 전가율도 높아 가격 반등 구간에서 모멘텀을 더할 전망이다.

[Investment Point 2] 삼위일체

'26년 이자비용 1,753억원(YoY -48.4%)으로 영업이익 대비 약 41% 하락을 전망한다. 동사의 자사주 소각은 EPS 15.2% 개선과 NAV 할인 해소를 동시에 창출할 전망이다. 이는 ①자사주 153만주 중 77%의 '27년 9월까지 분할 소각에 따른 주식수 감소와 ②소각을 전제로 한 보유 상장지분 유동화에 기인한다.

[Check Point] 유리 장섬유 잠재 新 플레이어, KCC

동사의 1차 타깃은 기술 장벽이 낮은 E-glass급 범용 전자용 시장이며, 전환 가시성 확보 시 IT 소재 멀티플 적용을 통한 리레이팅이 가능하다. AI 서버 수요 급증으로 전자용 유리섬유 전체 시장의 공급 부족률은 20~30%인 상황으로 27H2 닛토보 증설을 감안하더라도 수급 타이팅은 당분간 지속될 전망이다.

[Valuation] SOTP Valuation

동사의 가치평가 방법으로는 SOTP방식을 선택했다. 이에 따른 목표주가 **899,400원, 상승여력 74%,** 투자 의견 **STRONG BUY**를 제시한다.

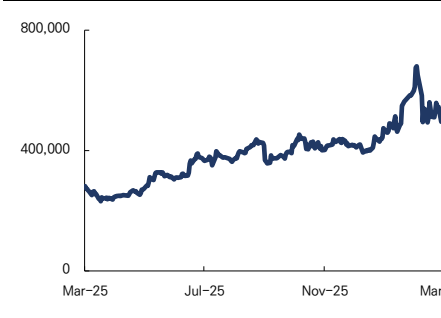
투자의견	BUY
목표주가	899,400
현재주가(03.24)	517,000
상승여력	74%

Stock Data

KOSPI(03/24)	5,553
KOSDAQ(03/24)	1,121
시가총액	45,943억 원
발행주식수(주)	8,886,471주
52주 최고/최저(₩)	692,000원 / 231,000원
배당수익률(%)	2.9%
주요주주(%)	정몽진 외 13인 34.54%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	-15.38%	40.39%	83.33%

Stock Price



Investment Fundamentals

FYE Dec	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
매출액	6,288	6,775	6,659	6,484	7,604
영업이익	464	468	471	428	614
당기순이익	470	290	293	1,538	415
EPS	23,931	3,811	34,948	173,128	57,708
PER	9.55	53.67	6.7	2.4	8.60
PBR	0.32	0.29	0.4	0.6	0.53
OPM	4.97	6.90	7.1	6.6	8.2
ROE	4.13	0.67	6.1	26.7	6.99

Research Team 1

팀장	41기 김민석	kmss2036@cau.ac.kr
팀원	41기 동진희	djh7299@cau.ac.kr
	41기 박연주	genuinep@cau.ac.kr
	42기 강요한	Joh1392@cau.ac.kr
	42기 김세정	sjflower@cau.ac.kr
	42기 김수진	tnwls3914@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Industry Analysis	1
II . Company Overview	6
III . Investment Point	8
1. 여유 CAPA가 남아도는, 명품으로 치장한 우리	8
2. 삼위일체	10
IV . Check Point	13
V . Valuation	14
VI . Estimation Logic	15

I. Industry Analysis

3년간 실리콘 업황을 짓눌러온 불균형이 해소되어간다. 수요 측에서는 EV 전환 등 신수요가 전통 수요 위에 성장층을 더하고 있고 공급 측에서도 트리플 트리거가 일어나 3년간의 수급 불균형이 동시다발적으로 해소되고 있다. 여기에 경쟁사 이탈로 과점 시장 내 경쟁 구도 재배치를 동반한 새로운 패러다임이 기대된다. 이에, 본 팀은 이 전환의 중심에 있는 기업에 주목하고자 한다.

1. 삼방면의 호재를 등에 진 실리콘 업황

글로벌 유기실리콘 시장은 '26년 업사이클의 원년에 진입했다. 이번 턴어라운드로 극심한 몇 년 간의 다운 사이클이 마침내 바닥을 통과하는 국면에 접어드는 것이다. DMC 현물가는 '21년 62,824위안/톤에서 '25년 10월 10,200위안/톤으로 약 83.8% 하락했고 업계 평균 가동률은 '24년 65.5%까지 떨어졌다.

저평가의 원인은 단순했다. 글로벌 실리콘 수요가 연 5~8% 성장하는 동안 중국 유기실리콘 생산능력은 '22년 한 해에만 전년 대비 약 30% 급증했고 3년간 누적 약 150만톤의 신규 설비가 출하되며 그 귀결이 가동률의 급격한 하락이었다. 그러나 후술할 수요·공급·경쟁구조의 삼중 구조가 맞물리며 이러한 수급 불균형은 해소될 것으로 전망된다.

2. 실리콘은 왜 대체 불가능한가

우선 내열·절연·생체적합 세 조건을 동시에 만족하는 소재는 실리콘이 유일하다. 유기고분자(플라스틱·합성 고무)는 150°C 이상에서 열화가 발생하며 고온 환경에서 사용이 불가하다. 무기소재(세라믹·유리)는 취성과 성형 한계로 유연한 구조물 적용이 어렵다.

반면 실리콘은 -60°C~250°C의 광범위한 온도 범위에서 안정적으로 작동하며 전기절연성(체적저항률 $10^{14}\Omega\cdot\text{cm}$), FDA Class VI 생체적합 인증, 내화학성을 동시에 충족한다. 이러한 물성적 특징이 건설·전자·자동차·의료 전 영역에 걸친 실리콘의 수요 다변화를 뒷받침하여 단일 대체재가 존재하지 않는다.

지난 3년간 지속적인
하락 국면에 접어들었던 실리콘 업계

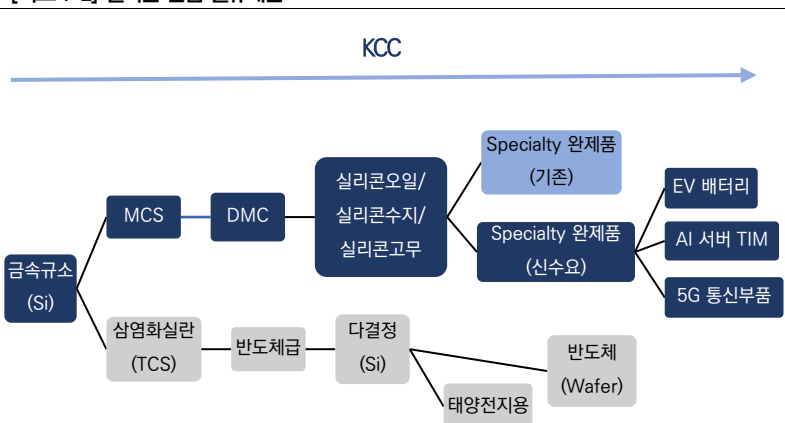
실리콘 고유의 물성으로
다양한 산업재에 응용 가능

[자료 1-1] 소재별 핵심 물성 비교

항목	유기고분자 (EPDM)	세라믹	금속(구리)	실리콘
사용온도 범위(°C)	-50~150	-200 ~ 1,000+	높음	-60~250
체적저항률 ($\Omega\cdot\text{cm}$)	$10^{12}\sim 10^{14}$	$10^{12}\sim 10^{14}$	10^{-8} (도체)	10^{14}
유연성/성형성	양호	불가(취성)	양호	우수
생체적합성 (FDA)	미인증	일부 가능	불가	Class VI 인증
UV/오존 내성	양호	우수	부식 가능	우수
흡수율	높음	낮음	없음	~1% (변형 없음)

출처: Shin-Etsu, Elastostar, RFS Team 1

[자료 1-2] 실리콘 산업 밸류체인



출처: RFS Team 1

실리콘의 4단계 밸류체인

실리콘 산업의 원가 구조를 이해하려면 4단계 밸류체인을 파악해야 한다. 업스트림에서 다운스트림으로 갈수록 부가가치가 상승하며 이 체인을 내재화한 기업이 원가 통제력을 보유한다.

①원재료: **실리콘메탈 + 클로로메탄(CH_3Cl)**. 실리콘의 출발점은 규석에서 정련한 실리콘 메탈(실리콘 메탈)과 메탄올에서 합성한 클로로메탄이다. 실리콘메탈은 전력 집약적 제련 공정을 거치며, 에너지 비용이 원가의 변수로 작용한다.

②모노머: **Müller-Rochow 공정 → 메틸클로로실란(MCS)**. 실리콘메탈과 클로로메탄을 260~310°C 유동층 반응기에서 반응시켜 메틸클로로실란을 합성한다. 주요 생성물인 디메틸디클로로실란(M2)이 전체의 약 70~80%를 차지하며 이후 실리콘 제조의 중간체가 된다.

③중간체: **가수분해 → DMC(Dimethylcyclsiloxane)**. M2를 가수분해하면 DMC(환형 실록산 혼합물)가 생성된다. DMC는 실리콘 오일·고무·레진 등 모든 다운스트림 제품의 공통 빌딩블록으로, 이 단계의 CAPA와 가격이 산업 사이클을 결정한다. 부산물인 HCl을 다시 클로로메탄 합성에 재순환시키는 폐쇄 루프 구조가 수직계열화의 원가 절감 포인트다.

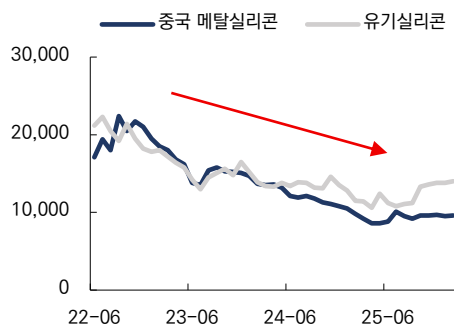
④완제품: **DMC → Specialty silicone**. DMC를 중합·가공하면 실리콘 오일(21%)·고무(66%)·레진·실란 커플링제 등 다양한 최종 제품이 생산된다.

4단계로 나뉘는 실리콘 밸류체인에서 가장 유리한 Specialty 완제품

실리콘 밸류체인에서 가장 매력적인 포지션은 **Specialty 완제품**이다. Commodity(DMC) 단계는 중국 업체들의 과잉 증설에 직접 노출되어 가격 변동성이 크고 3단계 이하는 에너지·원재료 비용이 마진을 압박한다.

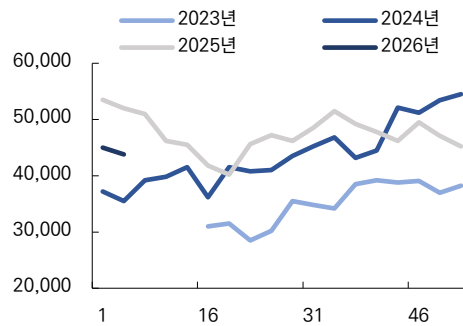
반면 Specialty는 공급사 단위 FDA/ISO 인증이 요구되어 고객 전환 장벽이 12~18개월에 달하며 ASP가 Commodity 대비 1.5배 이상 유지된다. 따라서 밸류체인 상에서 **Specialty 비중이 높은 기업일수록 업사이클 국면에서 마진 확대폭이 크고 다운사이클에서도 가격 방어력이 상대적으로 강하다**.

[자료 1-3] 중국 SIM, 유기실리콘 가격 추이 (단위: 위안/톤)



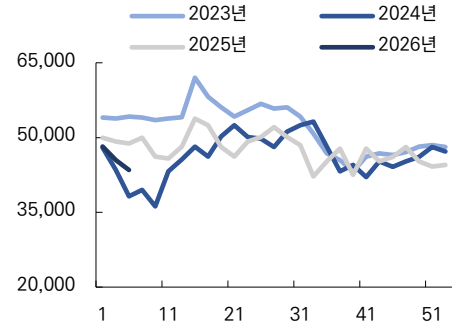
출처: SMM, RFS Team 1

[자료 1-4] 중국 주차별 DMC 생산량 추이 (단위: 위안/톤)



출처: 銀明瞭 RFS Team 1

[자료 1-5] 중국 주차별 DMC 재고량 추이 (단위: 톤)



출처: 銀明瞭 RFS Team 1

3. 전통은 버텨주고 신수요도 생겨나고

'25년 글로벌 실리콘 시장 규모는 216억 달러를 기록하였으며 '26년 229억 달러(YoY +6%)로 성장할 것으로 전망된다. 특히 글로벌 실리콘메탈 생산량의 약 68%를 공급하는 중국의 DMC 내수 소비량은 YoY +14.7%('22년), +11.1%('23년), +19.3%('24년 1~11월)를 기록하며 3년 연속 두 자릿수 성장을 이어가고 있다. 이는 1)전통 수요의 안정적 성장과 2)EV·AI 서버·의료 세 신수요의 동시 부상에 기인한다.

전통 수요(건설 29.9%, 전자전기 26.6%, 섬유 10.1% 등)는 GDP와 유사한 한 자릿수 성장을 유지하며 수요의 하방을 견고히 한다. 전통 수요만으로는 산업 성장률이 한 자릿수에 머물지만 다음의 강력한 신수요 벡터가 추가 성장을 견인할 수 있다.

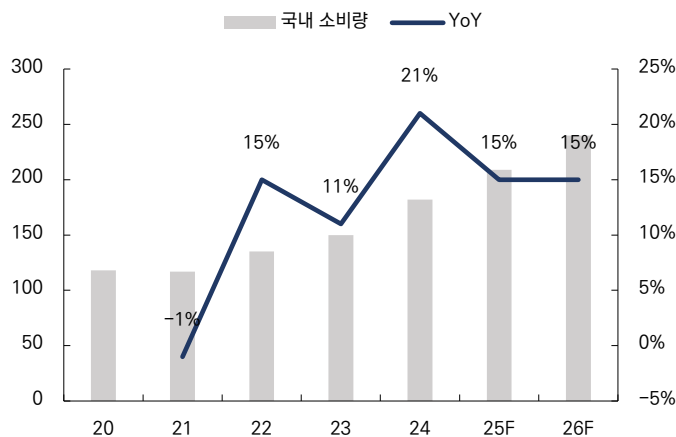
① **AI: 서버의 액냉 전환이 실리콘 TIM·냉각유체 수요를 직접 견인한다.** GPU 발열 급증으로 공기냉각은 한계에 도달했고 데이터센터 액냉 채택률은 '15년 5%에서 '24년 46%로 급증했다. TIM 시장은 '26년부터 '36년까지 CAGR +10% 이상의 성장이 전망되며 기술 장벽이 높아 인증된 Specialty 공급사에 수요가 집중된다.

② **EV: EV 전환이 개별 차량 실리콘 사용량을 구조적으로 늘리고 있다.** 내연기관차 대비 EV는 배터리 방열재(TIM), 고전압 절연 코팅, 모터 실링 등에 1대당 약 3~5kg의 실리콘을 추가로 소요한다. '24년 글로벌 EV 판매량은 약 2,000만대(YoY +25%)를 기록했으며 이에 따라 자동차 영역 유기실리콘 수요는 연 +20% 이상 성장하고 있다. EV 침투율이 아직 20% 수준인 점을 감안하면 성장 초기에 있다.

③ **의료기기: 의료기기의 생체적합성 규제 강화가 실리콘 수요를 확대한다.** 의료기기 전반에서 생체적합성 요구가 강화되면서 FDA 인증 실리콘이 사실상 유일한 소재로 자리잡고 있다. 글로벌 웨어러블 의료기기 시장은 '24년 483억달러에서 '32년 2,092억달러(CAGR +20.1%)로의 성장이 전망된다.

[자료 1-6] 중국 유기실리콘 수요

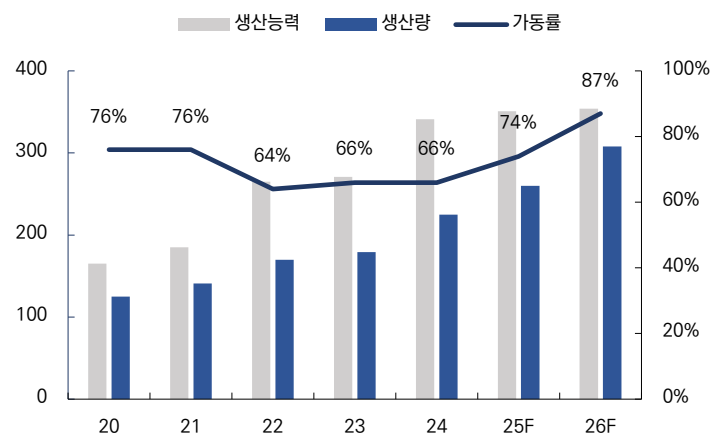
(단위: th Ton/연, %)



출처: Baichuan yingfu, RFS Team 1

[자료 1-7] 중국 DMC 생산량 및 가동률 추이

(단위: th Ton/연, %)



출처: 각사, RFS Team 1

4. 공급 과잉도 개선이 되고 있어

이러한 수요 증가에도 불구하고 '25년 10월 DMC 가격이 역대 최저 수준인 10,200위안/톤을 기록한 것은 공급이 수요를 압도적으로 초과했기 때문이다.

'21년 중국 전력난으로 실리콘 공급이 일시 급감하자 DMC 현물가가 62,824위안/톤까지 폭등했다. 이 가격 시그널에 반응해 중국 업체들이 일제히 증설을 결정했고 '22년 77.5만 톤, '24년 72만 톤의 신규 CAPA가 집중 출하되었다. 그 결과 중국의 DMC CAPA는 '20년 160만 톤에서 '24년 352만 톤으로 2배 이상 확대되었다.

이에 따라 DMC 현물가는 생산원가인 약 11,500위안/톤을 하회하는 수준까지 떨어졌으며 산업 Trend는 적자에 진입했다. 다만 이러한 과잉 공급은 다음의 세 방향에서 동시에 해소되고 있다.

중국 전력난 → 실리콘 공급 급감
→ 중국 업체 증설 → DMC 현물가 급락

① 자발적 감산 합의

'25년 11월, 중국 유기실리콘 업계가 감산 30% 및 목표가 13,500위안/톤에 합의했다. 상위 6개사의 합산 M/S가 약 62%에 달하며 중국 최상위 업체인 Hoshine이 30% 감산을 선제 이행하며 기조를 이어갔다. 실제 합의 직후인 '25년 12월 DMC 현물가는 합의 전 대비 +30% 수준인 13,400~14,000위안/톤으로 반등했다.

② Dongyue 폭발사고

'25년 7월 Dongyue Group 공장에서 화재가 발생해 중국 전체 생산량의 약 10%에 해당하는 연산 30만 톤이 4.5개월간 가동을 중단했다. '25년 12월 공식 복구가 완료되었으며 사고 이후 업계의 안전 리스크 인식 강화와 재고 소진 효과가 수급 개선에 기여했다.

③ Dow Barry 공장 영구 폐쇄

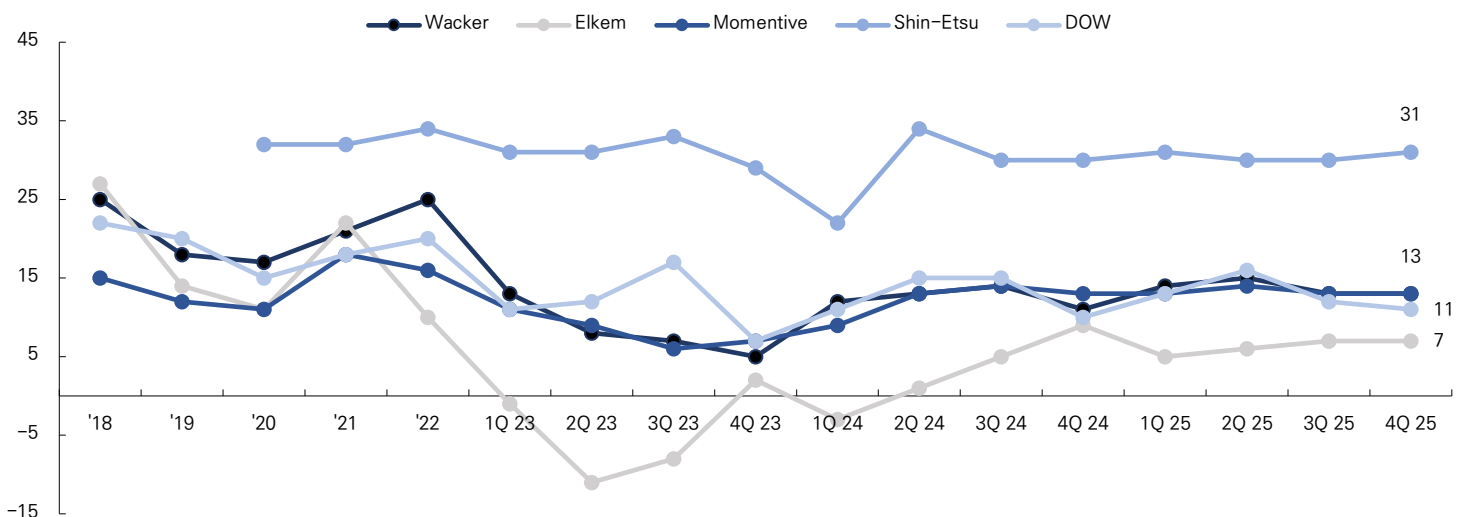
'25년 7월 Dow 이사회가 영국 Barry의 DMC 생산 공장의 영구 폐쇄를 공식 승인했다. 이로 인해 유럽 DMC 시장에는 CAPA의 약 30%에 해당하는 연산 14.5만 톤 가량의 공백이 생기게 된다. '26년 중반까지 단계적으로 가동 중지될 예정이며 폐쇄 이후 Dow는 DMC를 외부에서 조달해야 하는 수요자로 전환되어 공급 감소와 수요 증가가 동시에 발생한다.

더불어 현재 업황상 재증설은 불가능하다. 첫째, '25년 10월 업계 협약으로 '26~'27년 신증설이 명시적으로 금지되었다. 둘째, DMC 공장 건설기간이 18~24개월이므로 단기 재증설이 물리적으로 불가하다. 셋째, 3년간의 적자를 겪은 이후 업체들의 확장 의지가 소멸했으며 기발표된 증설 계획도 전면 중단된 상태다. 따라서 본 리서치팀은 이번 공급 축소가 반영구적이며 최소 '27년까지 지속될 것으로 판단한다.

Dow: 다운스트림 유지하며 업스트림 중단
→ DMC 공급자에서 수요자로 전환

[자료 1-8] 주요 실리콘 업체의 EBITDA 마진율

(단위: %)



출처: Bloomberg, RFS Team 1

Top-Pick: KCC(002380.KS): 업사이클의 가장 큰 그릇

글로벌 실리콘 시장은 전방 산업의 수요 증가세와 더불어 트리플 트리거로 인해 공급은 구조적으로 축소되는 국면에 진입했다. 이러한 업황 내에서, 본 팀은 이러한 수급 재편의 수혜를 가장 온전히 흡수할 수 있는 밸류체인 내 기업에 주목하고자 한다.

글로벌 실리콘 시장은 상위 5개사(Shin-Etsu·Wacker·Elkem·Dow·Momentive)가 약 70~75%를 점유하는 과점 구조이나 이번 업사이클에서 이 과점 내 경쟁 지형이 개편될 것으로 전망한다. Dow는 Barry 공장 폐쇄로 업스트림에서 완전히 철수했으며 Elkem은 Bluestar 매각 과다기로 영업 확대가 불가하다. Shin-Etsu는 가동률 85~90%의 풀가동 상태에서 여유 CAPA가 물리적으로 없고 Wacker는 독일 에너지 비용 열위에 PACE 구조조정까지 겹치며 자체적으로 '26년 가이드선 flat을 제시한 상황이다.

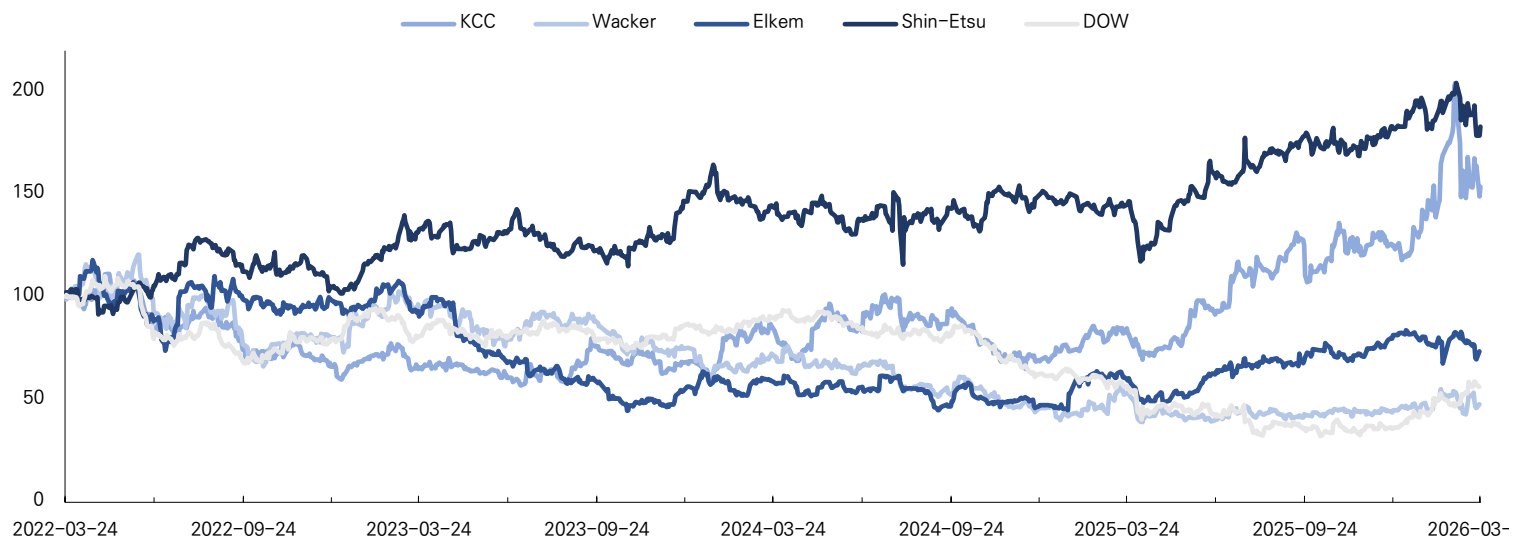
KCC는 이 구조적 공백을 채울 수 있는 가장 매력적인 위치에 있다. 1)글로벌 CAPA 대비 현재 가동률이 약 50%에 불과해 증설 없이 물량을 선형 확대할 수 있고, '24년 2)수직계열화 완성으로 DMC 가격 상승 시 중간 마진을 전부 내부화하는 구조를 갖추었다. 더불어 3)Commodity 대비 압도적인 Specialty 비중은 중국 Commodity 과잉의 영향권 밖에 있으며 오히려 경쟁사 이탈로 Specialty 고객 확보가 가속화되는 국면이다. 단순히 업사이클의 수혜를 받는 것을 넘어 경쟁사 이탈로 재편되는 시장 점유율을 구조적으로 흡수할 수 있는 것이다.

뿐만 아니라 4)Momentive 인수 당시 쌓인 부채 부담이 빠르게 해소되고 있다. 이자비용 감소는 영업이익 성장과 별도로 순이익에 직접 레버리지를 제공하며, 상법 개정 이후 자사주 소각 지분 유동화까지 가시권에 들어오면서 거버넌스 리레이팅이 중첩된다.

이에 따라 본 팀은 글로벌 유기실리콘 업사이클의 최대 수혜 플레이어로 KCC에 주목했으며 동사의 실적 반등과 밸류에이션에 대한 구체적 논거는 투자포인트와 밸류에이션에서 후술하겠다.

[자료 1-9] KCC 및 주요 실리콘 해외 Peer 주가 추이

(2022=100P)



II. Company Overview

동사는 실리콘, 도료, 전자재, 기타 4개 부문을 영위하는 종합소재화학 기업이다. 2025년 연결 기준 매출은 8조 680억원을 기록했으며, 사업부별 매출 비중은 실리콘 4조 3,022억원(47.3%), 도료 2조 1,663억원(29.5%), 전자재 9,666억원(14.9%), 기타 5,996억원(8.3%)으로 구성된다. 현재 전사 매출의 절반가량이 실리콘 부문에서 발생하고 있어, 동사의 사업 포트폴리오는 과거 전자재 중심에서 실리콘 중심으로 재편된 상태다.

내수 1위에서 글로벌 탭티어로

동사는 1958년 설립 이후 전자재 사업을 기반으로 성장했다. 이후 도료 사업에 진출하며 국내 도료 시장 1위 사업자로 자리잡았고 '03년 국내 최초 실리콘 모노머 공장을 준공하며 실리콘 사업에 진입했다.

'19년 모멘티브 인수,
사업 구조의 전환점

이후 '19년 Dow, Wacker와 함께 글로벌 실리콘 시장의 주요 업체로 평가받던 기업인 모멘티브를 인수하며 **실리콘 사업의 외형과 지역 포트폴리오를 단숨에 확대**했다. '20년 KCC실리콘 물적분할, '21년 KCC실리콘·바실덴·모멘티브코리아의 MOM홀딩스 산하 편입, '24년 모멘티브 잔여지분 100% 확보를 거치며 실리콘 밸류체인 통합을 마무리했다. 이에 따라 동사는 **국내에서 유일하게 실리콘 기초원료 업스트림부터 specialty 다운스트림까지 일괄 생산이 가능한 수직계열화 구조를 확보**했다.

사업 부문

실리콘 부문은 동사의 핵심 사업부다. 국내 KCC실리콘과 해외 모멘티브를 축으로 모노머, 폴리머, specialty 제품을 생산·판매하며 자동차, 산업재, 뷰티, 전자 등 다양한 전방산업에 공급한다. 실리콘 부문은 전사 매출의 47.3%를 차지할 뿐 아니라, 현재 동사 기업가치의 방향성을 결정하는 가장 중요한 사업부이기도 하다.

도료 부문은 국내 시장점유율 1위 사업으로 자동차, 선박, 건축, 공업용 도료를 생산·판매하며, 내수와 해외 법인을 통한 **글로벌 생산거점을 함께 보유**하고 있다. 전방 조선업 호황에 따른 선박용 도료 납품 물량 확대가 중단기 실적을 견인할 것으로 전망된다. 전자재 부문은 내외장재, 단열재, PVC창호 등을 공급하는 사업으로 국내 건설 경기의 영향을 크게 받는다. 기타 부문은 절연소재(A/M), DCB, EMC, 장섬유 복합소재 등 산업용 소재와 시공수익으로 구성되며, 현재 매출 비중은 작지만 **전장반도체-에너지 소재 중심의 신규 성장 옵션**을 포함하고 있다. 특히 동사는 기타 부문 내 세라믹 기판 사업을 기반으로, **전력반도체용 AMB 기판으로의 본격적 사업 확장을 추진** 중이다.

New Drive: AMB 세라믹 방열 기판

동사는 현재 **전주1공장에서 AMB 세라믹 방열 기판 1차 증설 투자를 진행** 중이다. AMB 기판은 전력반도체에서 발생하는 고열을 방출하는 핵심 부품으로, EV 인버터·충전기·AI 서버 전원장치 등에 탑재된다. 특히 EV 파워모듈이 전체 AMB 수요의 약 80%를 차지하는 만큼, **EV 보급 확대가 AMB 기판 시장의 직접적 성장 동인**이다. 글로벌 시장은 '24년 기준 약 5억 달러 규모로 **CAGR 20% 이상 성장**이 전망되며, 덴카·페로텍·로저스 등 소수 업체가 80% 이상을 점유하는 과점 구조다.

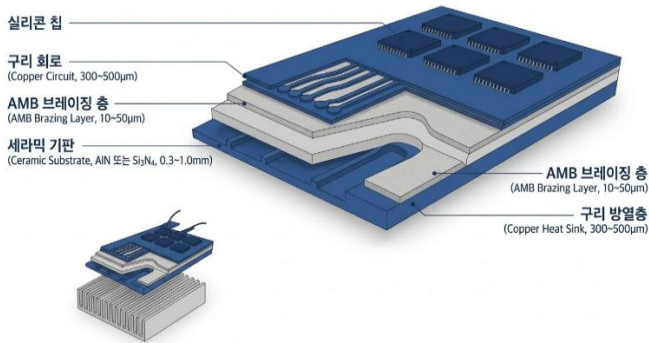
지속적으로 증가세인 EV 수요
→ EV 제조 후방 산업까지 확대되는 수혜

동사는 **60년 이상의 무기화학 역량을 기반으로 VI용 세라믹에서 세계 점유율 1위를 기록**하고 있으며, 이를 통해 입증된 세라믹 원천 기술을 AMB 기판에 적용하고 있다. 또한 그룹 내 자회사 모멘티브가 방열 접착제·그리스 등 TIM(Thermal Interface Material) 제품군을 보유하고 있어, **향후 기판과 방열 소재를 결합**

복합 제안의 가능성도 열려 있다.

결국 동사의 사업모델은 안정적 현금흐름을 창출하는 도로·전자재와 중장기 성장성과 수익성 개선을 이끄는 **실리콘·산업소재의 조합**으로 이해할 수 있다. 과거 동사가 전자재와 도로 중심의 내수 소재 업체였다면, 현재는 모멘티브 인수를 계기로 글로벌 실리콘 사업을 핵심 축으로 보유한 종합소재화학 기업으로 변화했다. 따라서 동사는 단순 전자재 업황 민감주가 아닌, **실리콘 업황과 첨단소재 확장성이 동시에 기업가치에 반영되는 구조**로 이해할 수 있다.

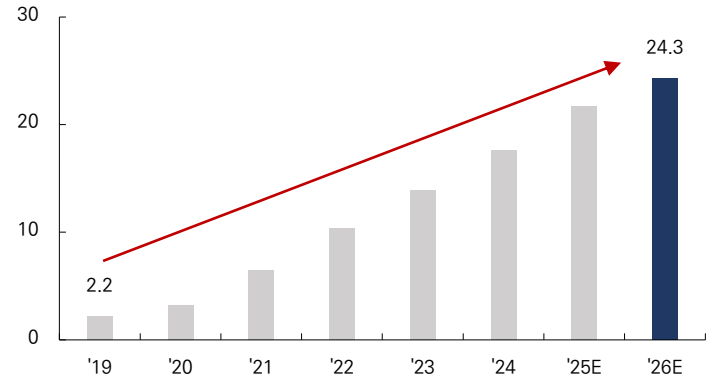
[자료 2-1] AMB 기판 구조도



출처: RFS Team 1

[자료 2-2] 글로벌 EV 승용차 판매량

(단위: 백만 대)



출처: BloombergNEF, RFS Team 1

III. Investment Point

Investment Point 1. 여유 CAPA가 남아도는, 명품으로 치장한 우리

'26년 실리콘 부문의 매출액을 4조 2,059억 원(YoY+37.1%), 영업이익 3,154억 원(YoY+7.98%)을 전망한다. 공급과잉 해소 국면에서 유럽 Dow의 Barry Commodity폐쇄가 확정된 지금 동사는 Barry 대체 물량(145,000t)을 경쟁사 대비 +6%p 높게 흡수하며 비중국 M/S를 3%p 높일 것으로 전망한다.

26E 동사의 실리콘 부문 매출액은 4조 2,059억 원(Base)으로 YoY +37.1% 성장을 전망한다. 25A 대비 연결 매출 내 실리콘 비중은 +4.7%p 상승한 55.3%에 달할 것으로 전망된다.'

1. Trend 재확인

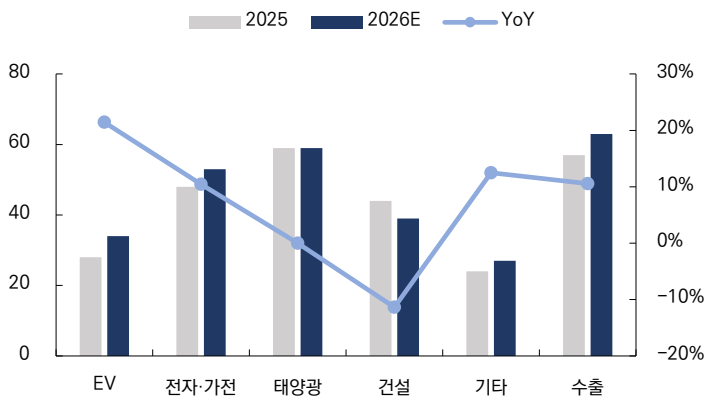
산업분석에서 확인한 바와 같이, 25년 12월 DMC 가격은 13,400~14,000위안/톤(+8~10% MoM), 26년 가동률 전망은 87%(vs. 24년 65.5%)로 회복 방향이 명확하다. 22~24년 실리콘 다운사이클은 수요 부진이 아닌 공급 성장률(19.7%)이 수요 성장률(11.5%)을 압도한 것이 원인이며, 25년 들어 Luxi 감산·Dongyue 30만톤 섯다운·Dow Barry 14.5만톤 폐쇄가 한 시기에 겹치면서 이 공급 부담이 해소되고 있는 상황이다.

건설 경기 지연과 감산 이행 강도는 변수이나, 섯다운·폐쇄분은 이미 확정된 공급 제거이고, 21년과 달리 신증설 억제·3년 적자 이후 낮아진 투자 의지가 회복 방향의 지속성을 뒷받침한다. 따라서 26년은 동사 실리콘 실적이 업황 반등을 본격 반영하는 첫 해가 될 전망이다. 본 리서치팀은 이 수치가 단순 업황 반등 가정보다 Barry 폐쇄분 흡수에 따른 Q 증가, ASP 반영에 따른 P 개선, specialty 비중 확대에 따른 믹스 개선을 함께 반영한 결과로 해석한다. 26년 실적은 기대보다 이전 경로가 더 분명한 숫자다.

셋다운 + 폐쇄분 + 반영구적 공급 제거
= 과거 대비 공급망 체질개선

[자료 3-1] 전방산업 실리콘 수요

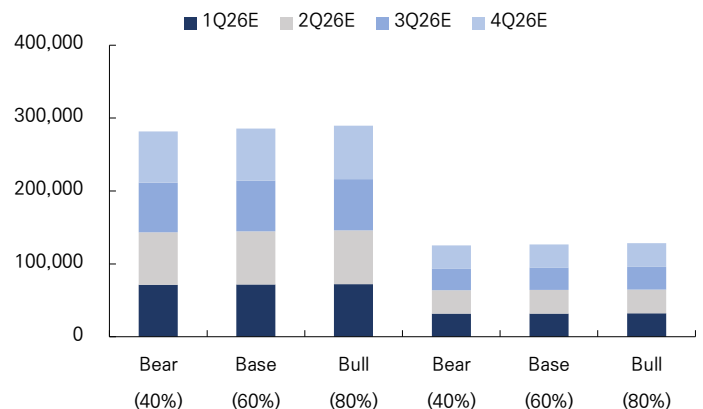
(단위: 만 톤, %)



출처: Shin-Etsu, Elastostar, RFS Team 1

[자료 3-2] KCC Bear-Base-Bull 생산량

(단위: 톤)



출처: KCC, RFS Team 1

2. Barry 흡수와 Q·P·C 개선

Q

26E 생산량은 362,245톤(Base)으로 25A 314,602톤 대비 +15.1% 증가를 전망한다. 증분의 구성은 Dow Barry 폐쇄분 흡수 29,493톤과 전방산업 자연수요 증가 18,150톤이며 CAPA 635,786톤 대비 동사의 4Q25 가동률은 57.4%로 확인되어 충분히 소화 가능한 물량이다.

비중국 공급사는 실질적으로 3곳
(KCC/Momentive, Wacker, Shin-Etsu)

→ Dow는 공급자→수요자로 전환,
Elkem은 매각 이탈

→ KCC가 가장 유리한 포지션

동사의 유럽 여유 CAPA(전체의 32%, 여유 51%)는 Barry 물량을 소화하기에 가장 유리하다. Barry 폐쇄분을 흡수할 비중국 공급사는 사실상 동사/Momentive, Wacker, Shin-Etsu 셋이나, Wacker는 26년 실리콘 매출 가이드스가 flat이고 PACE 구조조정(1,500명 감원, €300M 비용)이 진행 중이다. Shin-Etsu는 가동률 85~90% 수준으로 여유 CAPA가 25~30K에 불과하며, 최근 투자(¥80B, Pinghu)또한 전량 Specialty向으로 저부가 물량을 흡수할 의도는 확인되지 않는다. Dow 자체도 Barry DMC 폐쇄 후 외부 조달로 전환되면서 공급자에서 수요자가 되고 Elkem은 Bluestar 매각 클로징이 26.05 확정되어 서방 고객 이탈 가능성이 높다.

전환된 고객은 1~3년 장기계약 사이클 동안 고정되므로, 본 리서치팀은 이를 단기적인 점유율 확대가 아니라 락인 가능한 3%p의 산업 M/S 이동으로 해석한다. 동사의 비중국 실리콘 시장 점유율은 15%에서 약 18%로 확대될 전망이며, 심지어 자연수요 성장분 18,150톤은 이 경쟁 구도와 무관하게 추가로 반영되는 파이 확대분이다.

P

25년 10월 저점(11,050위안) 대비 12월
+23.3% 반등

→ 26E ASP: Commodity 1,045.5만원,
Specialty 1,568.3만원

26E ASP는 Commodity 1,045.5만원/톤, Specialty 1,568.3만원/톤으로 25A +2% 상승을 전망한다. 25년 10월 바닥(11,050위안/톤) 대비 12월 말 DMC 현물가는 13,625위안/톤으로 +23.3% 반등했고, 이 수준에서 체결되는 26E 연간 계약이 사실상 26E ASP의 하한을 형성한다.

다만 동사는 1~3년 장기계약 구조에 노출되어 있어 현물가 전체가 아닌 전가율이 핵심이다. 21년 MPM 실적 역산 기준 blended 전가율은 8.7%이며, 이를 26E 인상률에 적용했다. 공급 축소 트렌드를 감안하면, ASP 상방은 열려 있고 하방은 닫혀 있다고 판단한다.

C

동사는 24년 Si metal → DMC → 제품까지 수직계열화를 완료하여, 전가율이 경쟁사 대비 구조적으로 높다. 26E 실리콘 부문 EBITDA 마진을 13.9%(Wacker대비 +2%p)로 추정한다.

Specialty 전가율은 약 13%로 Commodity 전가율(~5%)의 2.6배다. 동사의 26E Specialty 비중은 82.4%로 Commodity 중심인 Wacker, Elkem(Bluestar) 대비 +10%p 이상 압도적이다. DMC 가격의 반등 시, 동사의 blended ASP 인상 폭과 마진 개선율에 있어 레버리지 효과를 기대한다.

원가 방향도 우호적이다. 25년 Si metal 가격은 YoY -23% 하락했고, MPM의 연간 Si metal 소비량은 약 19만톤으로 추정된다. kg당 원가도 22년 5,050원에서 24년 2,930원까지 내려왔다. 판가 반등과 원가 하락이 동시에 작용하는 구간이다. 비교 사례로 Wacker 실리콘 부문 EBITDA 마진은 23년 8.6%에서 24년 12.4%로 회복되었으며 동사도 같은 방향의 마진 개선이 나타날 전망이다.

DMC 가격 반등 + 고부가 믹스(82%)

→ 스프레드 개선이 ASP상승보다 먼저반영

→ 경쟁사 대비 마진 개선 폭 확대

Investment Point 2. 삼위일체

2025년 7월 10일 EB발행으로 비영업용 자산 유동화의 선례가 만들어졌다. 이에 따른 이자비용의 하향 경로를 확인, 동시에 3월 9일자로 실행된 자사주 소각 정책에 따라 동사 주가 재평가가 본격화 되는 국면이다. 따라서 기존 동사의 주가를 억누르던 OV 할인을 감소 60% → 46%를 반영하는 한편, 자사주 소각 77%에 따른 추가적인 주가 상승률 15.2%를 제시한다.

1. 자사주 소각: 영구적 주주가치제고

동사는 '03년 이후 단 한 차례도 자사주를 소각하지 않았다. 총 발행주식의 17.24%에 달하는 153만주가 장부에 묶인 채 의결권만 정지되어 있었고, 해당 물량이 언제든 우호 지분 확보나 경영권 방어에 활용될 수 있다는 우려가 거버넌스 할인의 원인이었다.

실제 동사는 '26년 3월 9일 보유 자사주의 77%인 117만주를 '27년 9월까지 4회 분할 소각하고, 잔여 35만주는 임직원 보상 목적으로 4년 내 분할 처분하겠다고 공시했다.

또한, 소각이 단계적으로 진행되면서 EPS에 미치는 효과도 점진적으로 나타날 전망이다. '26년 지배순이익 415,419백만원 기준, 전량 소각 시 EPS는 기존 대비 15.2% 증가할 것으로 전망한다.

[자료 3-3] 자사주 소각 스케줄

소각 스케줄	소각 주수	잔여 발행주식	EPS	(단위 주, 원) 기존 대비
소각 전		8,886,471	46,747	
1 차	293,575	8,592,896	48,344	3.40%
2 차	293,575	8,299,321	50,054	7.10%
3 차	293,575	8,005,746	51,890	11.00%
전량	293,575	7,712,171	53,865	15.20%

출처: RFS Team 1

2. 자산 유동화: EB발행으로 EV상승

동사가 보유한 상장지분의 시장가치는 3월 24일 종가 기준 약 6.02조원이다. 삼성물산 10.01%(시가 약 4.1조원)와 HD한국조선해양 3.91%(시가 약 1.05조원)가 핵심이다. 동사의 시가총액이 약 4.6조원이라는 것은, **실리콘·도료·건자재를 합친 본업 전체에 디레이팅 요인**이 되고 있다는 뜻이다.

첫째, 자산이 있어도 주주에게 돌아올 경로가 보이지 않았다는 것. 삼성물산 지분은 삼성 그룹과의 전략적 관계 때문에 매각이 어렵다. 한편 동사는 Momentive 인수 이후 5조 원대 차입금에서 연간 3,400억 원의 이자비용을 부담하고 있다. 삼성물산 지분을 유동화하면 이 부담을 상당 부분 줄일 수 있음에도, 그렇게 하지 않고 있다는 점이 시장의 불만이였다. **시장은 이 자산을 주주가 아니라 오너의 것이라고 판단했고, NAV에 할인을 적용**해왔다.

둘째, FVPL(당기손익-공정가치측정금융자산) 분류로 인해 삼성물산 주가가 동사의 순이익을 좌우한다. '25년 FVPL 평가이익은 2조 6,417억 원으로 연결 당기순이익 1조 5,385억 원을 초과했고, '24년에는 반대로 평가손실 2,583억 원이 순이익을 깎았다. 영업실적과 무관하게 순이익이 수 조원 단위로 변동한다는 사실은 **투자자 입장에서 이익의 예측 가능성을 떨어뜨리고 밸류에이션 멀티플 할인**으로 이어졌다.

본 리서치팀은 동사가 해당 할인을 해소하는 과정에서 삼성물산 지분 중 약 4%p를 EB 기초자산으로 활용하면서도 **잔여 6% 이상을 유지하는 것은 가능하다고 판단**한다. 잔여분이 5% 이상이면 **대량보유보고 기준**에서 유의미한 주주 지위를 유지할 수 있고, 삼성 그룹과의 관계 역시 **"일부 재무적 유동화 시도"**로 설명 가

시가 총액을 상회하는
6.02조원 규모의 상장지분 가치

FVPL 평가손익에 따른
연결 순이익의 착시 현상

능한 범위이기 때문이다.

HD조선 지분 기반 EB 발행을 통한 자본 효율화 선례

선례도 있다. 동사는 보유 HD조선 지분을 기초자산으로 9,327억 원 규모, 금리 1.75%의 해외 교환사채를 발행해 차입 비용을 낮췄다. 또한 조달한 자금으로 Momentive 인수금융 일부를 상환했다. 이는 **비영업자산의 유동화를 통한 자본 효율화 전략**으로 주식수나 EPS에 영향을 주지 않는다. 타사 지분을 기초자산으로 쓰기 때문에 주주 입장에서는 **회식 리스크가 없다**는 사실도 장점이다. 동사가 '25년 9월 자사주 기반 EB를 시도했다가 철회한 경우와는 대비된다.

삼성물산 지분은 HD조선과 성격이 다르다. 삼성 그룹과의 전략적 관계가 있고, 10.01%라는 지분을 자체가 양측 간 상호 이해관계를 반영한다. 따라서 전량 매각 가정은 현실적이지 않다. 다만, **일부 유동화 시그널**은 다른 문제다. 전략적 관계가 없는 HD조선의 경우에도 EB를 활용한 **소극적 비영업용 자산 유동화**를 시도했다는 점을 고려하면, 삼성물산 지분 일부를 활용한 유사한 접근 역시 충분히 검토 가능하다고 판단한다.

[자료 3-4] 삼성물산 EB 발행가정

(단위: 주, 백만 원)

EB 발행가정						EB 조달금액 산정	
처분 지분율	처분 주식수	교환가액 프리미엄	교환가액	EB 금리	EB 발행시점	EB 조달금액	EB 연간 이자비용
4.0%	6,799,062	30.0%	365,950	1.50%	3Q26	1,913,936	28,709

출처: RFS Team 1

[자료 3-5] EB발행의 이자비용 감소 순효과

(단위: 억 원)

	2025	2026E
EB 발행 전 이자비용	3,398	1,954
EB 순효과		-567
EB 발행 후 이자비용	3,398	1,779

출처: RFS Team 1

HD조선 EB 구조를 벤치마크하면, **삼성물산 4%p 지분을 기초자산으로** EB 발행 가능 규모는 **약 1.91조 원**이다. 금리는 HD조선 EB의 1.75%와 유사하거나 더 낮을 수 있다. 삼성물산의 시가총액이 HD조선을 상회하기 때문이다.

'28년 만기 집중 리스크도 주목 필요하다. 현 시점 동사 재무 구조에서 가장 큰 부담은 '28년 10월 만기 도래할 Senior Notes 1조 44억원과 HD조선의 9,327억원 규모 EB Put Option 7월 행사일이 거의 동시에 도래한다는 점이다. **최악의 경우 한 해에 약 1.9조원의 상환 부담이 집중된다.**

이때 삼성물산 EB를 통해 Senior Notes를 조기 상환하거나 만기 전 차환하면, '28년 동시 도래 리스크는 HD조선 EB Put 하나로 줄어든다. 그리고 HD조선 주가가 교환가액인 429,650원 이상으로 올라가면 이것마저 현금 유출 없이 해소된다.

결국 **'28년 만기 집중이라는 현실 자체가 경영진의 삼성물산 지분 활용 유인**을 만든다. 동사의 과거 재무 활동 현금흐름을 보면, 만기 도래 차입금을 현금으로 상환하기보다 차환해온 패턴이 분명하다. 매년 장기 부채 발행과 상환이 비슷한 규모로 움직인다는 점이 이를 증명하며, **결국 현금상환 없이 '28년을 넘기려면 다시 시장에서 1.9조원 규모의 차환을 해야 하고 이는 이자비용 부담을 유지시키는 요인이 증명되었다.**

3. 이자비용: 이제부터 버는 만큼 쌓인다

동사의 재무 구조에서 가장 직관적인 부담은 이자비용이다. '25년 이자비용 감소분은 절대 금액 기준 80억 원(YoY -2.3%) 감소에 그쳤고, 총차입금 순감소분도 약 1,800억원(YoY -3.5%)에 불과했다. '25년 기말 장부금액과 26년 만기 도래 차환을 고려할 때, **'26년E 이자비용을 1,748억 원(YoY -48.6%)으로 전망한다.** 이는 기존 HD조선 EB 발행 및 차환의 금리 교체 효과가 장부에 full-year로 반영된 결과이다.

'25년 이자비용 3,398억 원은 차환 전후가 섞여있는 과도기의 숫자다. 이때 잔액 감소보다는 저금리로의

고금리 채무의 저금리 EB 전환
→ '28년 유동성 리스크 해소 및
순이익 개선 트리거

대체 주목해야 한다. 총차입금은 약 1,800억 원밖에 줄지 않았지만, 4.5~4.7%짜리 인수금융이 사라지고 그 자리를 1.75%(EB)와 3.16~3.38%(신규 사채)가 채웠다. 차입금의 가중평균 금리가 낮아진 것이다. 다만 이 금리 전환이 '25년 7월에 발생했기 때문에, 2025년 연간 실적에는 상반기 6개월의 고금리 이자와 하반기 6개월의 과도기 이자가 함께 반영돼 있다.

고금리 인수금융의 저금리 EB·사채 대체 완료

차환이 완료된 '25년말 잔액 구조를 기준으로 full-year 이자비용을 산출하면 약 1,945억 원으로, '26E 이자비용 1,917억 원은 이 run-rate에 만기 도래 사채 차환 시 저금리 효과가 더해진 결과이며 '25년 대비 금감하는 것은 신규 절감이라기보다 **회계적으로 자연스러운 반영 과정**에 가깝다고 판단한다.

삼성물산(4% 지분) EB 발행: '26E 동사의 삼성물산 보유지분 4%에 기초한 EB 발행을 전망한다. 동사는 현금상환을 하지 않는다. 재무활동 현금흐름에서 장기부채 발행과 상환이 매년 비슷한 규모로 움직이는 점이 이를 반증한다. 본 리서치팀은 동사의 주주가치 극대화를 위한 **자사주 소각 공시, 동사가 삼성물산 전체 지분을 10%에 해당하는 대주주**라는 점, 그리고 기존 HD조선 EB 발행 조건을 고려할 때 **대주주 요건 5%를 준수하는 수준에서 26년 동사의 삼성물산 보유지분 4%에 기초한 EB 발행을 전망한다.**

삼성물산 EB 1.91조 원을 '26년 하반기(Q3)에 발행한다고 가정할 경우 상환 대상은 이자비용 절감 효과를 극대화하기 위해 금리가 높은 차입금 순서로 배분하는 것이 합리적이다. 다만 HD조선 EB 발행 사례에서 확인했듯 2조원 규모의 차환은 한 분기 만에 완료되지 않는다. 수개월에 걸쳐 순차적으로 진행되는 상황에 따라, 본 리서치팀은 발행 분기(Q3)의 절감 효과는 50%만 반영하고, Q4부터 전액 반영했다. **따라서 '26E 이자비용은 1,753억원(YoY -48.4%)으로 전망한다. 영업이익 대비 이자비용 비율은 약 41%까지 낮아진다(YoY -38.5%p).**

이자비용 감소가 왜 중요한지는 레버리지 구조를 보면 분명하다. 이자비용이 100억 원 줄면 세전이익이 100억 원 직접 증가한다. '26E 유효법인세율 35.63%를 적용하면 **순이익은 약 64억 원 증가**하고, 소각 후 주식수 772만주 기준 **EPS는 약 834원 상승**한다. 이는 매출이 그대로여도, 비용 변화만으로 발생하는 이익 증가분이다.

[자료 3-6] 기말 장부금액 및 금리구조 변동 (단위: 억 원)

구분	장기차입금	사채	가중평균금리	비고
2024년 말	38,069	16,300	~6.7%	고금리
2025년 말	8,410	36,471	~3.9%	저금리
변동	-29,659	20,171		금리 교체

출처: KCC 사업보고서, RFS Team 1

[자료 3-7] 연도별 이자비용 현황 (단위: 억 원)

연도	이자비용	이자보상배율
2024	3,478	1.35배
2025	3,398	1.26배

출처: KCC 사업보고서, RFS Team 1

[자료 3-8] 이자비용 감소 효과 (단위: 억 원)

구분	이자비용 절감	순이익 증가	EPS 증가
2026E(vs 2025A)	-1,619	+1,214	+15,727

출처: RFS Team 1

자사주 소각 → 거버넌스 할인 완화 → 자산 유동화 기대 현실화 → 이자비용 감소로 이어지는 세 드라이브가 동시에 작용하며, 늘어난 순이익을 줄여주 주식수가 나누어 EPS는 이중으로 개선될 전망이다.

이 레버리지의 속도는 삼성물산 유동화의 시점과 규모가 결정한다. 초기에는 EB 발행을 통한 소극적 움직임이 예상되나, 일부 유동화만으로도 2028년 만기 리스크를 완화하고 이자비용을 낮출 수 있다는 점은 숫자로 확인된다. 따라서, 동사는 재무구조 개선 경로가 처음으로, 동시에 폭발하는 구간에 진입했다고 판단한다.

IV. Check Point

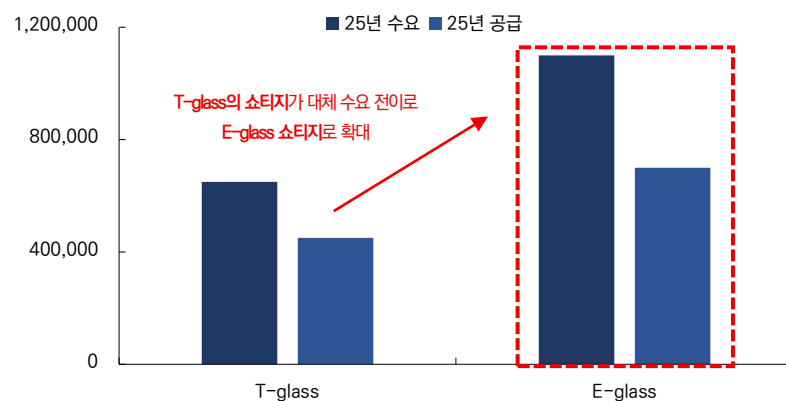
동사는 전자용 유리섬유 시장 진입으로 고부가 소재 중심으로 수익 구조를 개선할 수 있는 업사이드 여력을 보유하고 있다. 현재 동사는 연산 8만 톤 규모의 국내 최대 단일 라인인 세종 2호기와 4만 톤 규모의 1호기를 보유하고 있다. AI 서버 수요 확대에 따라 전자용 유리섬유의 공급 타이밍이 특수 전자용을 넘어 범용 전자용 소재까지 확산되는 국면에 접어들어 현재 동사의 이익 체력이 고부가 소재 중심으로 재편될 가능성이 존재하며 이는 현재 기업가치에 미반영된 밸류업으로 판단한다.

현재 산업용 위주로 가동 중인 세종 공장의 현실적인 1차 진입 타킷은 E-glass급 전자용 시장이다. 동사가 목표로 하는 범용 E-glass는 하이엔드 소재 대비 기술 장벽이 낮아, 연구개발 및 고객사 품질 인증에 소요되는 기간이 상대적으로 적다. 유전율 제어 기술 확보와 고객사 인증은 중장기 과제이나, 향후 전환 가능성이 확보되는 시점에는 전자재 업황에 국한되었던 기타 사업부에 IT 소재 멀티플을 적용할 수 있어 본격적인 주가 리레이팅의 트리거로 작용할 전망이다.

전자용 유리섬유 전체 시장의 공급 부족 규모는 20~30%에 달할 것으로 전망한다. 특수 전자용 제품의 수요 증가로 기존 유리섬유 업체들이 수익성이 높은 저열팽창 라인 위주로 생산 능력을 재배치하면서, 범용인 E-glass의 공급 물량마저 축소되는 연쇄 효과가 발생했다. 또한 전방 산업의 AI 서버 투자 확대에 기인한 전자용 유리섬유 수요 증가에 따라 시작된 공급 병목 현상이 범용 E-glass 시장으로 연쇄 확산되며 전면적인 판가 인상 사이클로 진입할 예정이다. 2H25 기준 T-glass의 가격은 YoY 20% 상승하였으며, 공급 부족률은 42%이다. 닛토보가 증설 중인 신규 설비가 '27년 하반기에 가동된다면 공급 증가 폭은 약 20% 수준에 그칠 전망이다.

[4-1] 전자용 유리섬유 수요, 공급

(단위: 톤) [4-2] 유리섬유 종류



	산업용	E-glass	T-glass(특수 전자용)
주요 용도	건축 자재, 단열재, 자동차-선박 보강재	일반 PCB 기판, 범용 전자기기	AI 서버용 고급 기판
가격(\$/kg)	1 미만	3~5	40~100
주요 생산기업	다수의 글로벌 업체에서 생산	중국-대만-국내 등 다수 업체에서 생산	일본의 닛토보 독점 (m/s 80%)

출처: Business Research Insights, RFS Team 1

출처: RFS Team 1

V. Valuation

SOTP

동사의 가치평가 방법으로는 SOTP방식을 선택했다. 이에 따른 목표주가 899,400원, 상승여력 74%, 투자 의견 STRONG BUY를 제시한다. SOTP 방식 선택 근거는 1) 고성장 구간에 진입한 실리콘 사업부와 2) 견조한 추세를 보이는 도로 사업부, 3) 건설경기 침체에 따라 하향세가 유지되는 건자재 사업부의 성장 기울기가 상이하기 때문이다. 전사 단일 멀티플을 적용할 경우 실리콘 사업부 프리미엄이 희석되거나, 타 사업부가 과평가될 우려가 존재한다. 따라서 각 사업부의 본질적 가치를 반영하기 위해 Peer를 선정한 후 가치를 합산하는 방식이 가장 타당하다고 판단한다. 최종 Valuation Table은 다음과 같다.

[자료 5-1] SOTP Valuation

KCC SOTP Valuation			
Silicon EBITDA		586,614	(A1)
	Target EV/EBITDA	4.0	(B1)
Paint EBITDA		266,780	(A2)
	Target EV/EBITDA	3.9	(B2)
BA EBITDA		134,942	(A3)
	Target EV/EBITDA	2.4	(B3)
ETC EBITDA		84,090	(A4)
	Target EV/EBITDA	3.5	(B4)
Enterprise value		4,036,468	(C) = (A)*(B)
이자부부채		5,725,510	(D) 4Q25 기준
현금성자산		1,193,612	(E)
순현금		-4,531,898	(F) = (E) - (D)
보유 자산가치		6,019,510	
Equity value		5,524,081	(G) = (C) + (F)
발행주식수		7,712,171	(H)
적정주가		716,281	(I) = (G)/(H)
Current Price		517,000	
Target Price		899,400	
Upside		74%	

출처: RFS Team 1

EV/EBITDA

각 멀티플에는 통합할인율 46%를 반영했다. 상세 논리는 xlsx. 참조를 권장한다.

- 1) 실리콘: 동사의 실리콘 사업부 Target EV/EBITDA 5.5x배를 적용한다. 국내 Peer로 선정할 기업이 부재해 글로벌 실리콘 공급업체 Shin-Etsu, Wacker, Dow의 평균 멀티플을 할인율에 따라 보정했다.
- 2) 도로: 동사의 도로 사업부 Target EV/EBITDA 5.3x배를 적용한다. Peer로는 Akzo Noble과 PPG industries, Nippon Paint 등 글로벌 도로 공급업체 평균 멀티플을 할인율에 따라 보정했다.
- 3) 건자재: 동사의 건자재 사업부 Target EV/EBITDA 3.3x배를 적용한다. LX하우시스와 Nippon Sheet Glass, Saint Gobain, Owens Corning 등 국내외 Peer의 평균 멀티플을 할인율에 따라 보정했다.
- 4) 기타: 세 사업부의 평균 멀티플 4.7x를 Target EV/EBITDA로 할인율에 따라 적용했다.

VI. Estimation Logic

매출추정

동사 사업부는 실리콘, 도로, 전자재와 기타의 별도 4개 사업부로 구성된다. 본 팀은 Valuation에 있어서 SOTP 방식을 채택하였기에 각 사업부 매출을 별도로 추정했다. 실리콘의 경우 TAM에 대한 침투율을 중심으로 추정했다. 도로, 전자재, 기타의 경우 원재료의 추이와 전방산업의 추세를 반영하여 P-Q추정했다.

[실리콘 매출추정]

‘26E 실리콘 부문 매출액 4조2,059억 원(YoY +37.13%)을 전망한다. 본 추정의 논리는 구조조정으로 확정된 고마진 Mix 원가 전가력이 반영된 ASP공급 개편 및 전방 성장에 따른 타겟 Q로 추정 시 환율 효과를 배제하고 실질 외부 수요 증가분만을 분리하여 외형 성장의 질적 개선을 증명하는 데 주력했다.

[자료 6-1] 실리콘 부문 매출

단위: 백만 원	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
실리콘	1,054,971	1,075,433	1,019,414	1,056,031	4,205,855
YoY(%) or QoQ(%)		1.94%	-5.21%	3.59%	37.13%
Specialty(Base)	1,123,740	1,145,536	1,085,874	1,124,878	4,480,027
Commodity(Base)	332,593	339,044	321,386	332,930	1,325,952

출처: RFS Team 1

Mix 및 P 추정

ASP 추정은 단순 과거 ASP 상승이 아닌 Mix 개선에 따른 실질적인 P 상승을 증명하는 데 집중했다. 과거 사업부 공시와 이후 두 차례의 구조조정 이탈분을 역산한 결과 저수익성 Commodity 물량이 소거되었음을 확인했다. 이에 따라 ‘26E 제품 Mix는 Specialty 82.4%, Commodity 17.6%로 수렴하며 고마진 제품 위주의 포트폴리오가 고착화되었다고 판단한다. 이는 IR 확인 결과(Specialty 비중 80% 이상)와 일치하는 수준이다.

[자료 6-2] MPM 2018 사업부 공시 상 Commodity/Specialty 구분

단위: %	매출	OPM
Performance Additives (PA)	63.4%	21.0%
Formulated & Basic (F&B)	36.6%	14.0%

출처: RFS Team 1

[자료 6-3] MPM 인수 이후 구조조정 고려 Commodity 감산

단위: \$M/%	매출 감산분	적용 환율	Commodity 감소%p	Specialty %	Commodity %
Consumer Sealants 폐쇄	120	1,180	5.8%	69.2%	30.8%
Waterford Basics 감원	55	1,218	1.8%	71.0%	29.0%
2년간 평균 Commodity 감산분	88		3.8%	74.8%	25.2%
2022-2024 감산분			3.8%	78.6%	21.4%
2024-2026 감산분			3.8%	82.4%	17.6%
2026E 확정 Mix				82%	18%

출처: RFS Team 1

Commodity ASP는 DMC 현물가 반등 추이(+23.3%)를 선행 지표로 활용했다. 연간 장기계약 특성상 당해 초 현물가가 판가에 연동되는 점을 감안하여 과거 동사의 원가 전가율(Mid 8.7%)을 계산하여 현물가 반등 폭에 곱하여 +2.0%의 보수적인 단가 인상을 적용했다.

Specialty ASP는 Commodity ASP에 1.5배의 프리미엄을 적용하여 산출했다. 이 배수는 과거 호황기 당시 Specialty와 Commodity의 OPM 격차를 기반으로 산출한 하한으로 현재 EU REACH로 중국산 유입이 제한되고 비중국 공급사가 압축된 공급자 우위 시장임을 감안할 때, 해당 프리미엄 유지는 타당한 수준으로 판단한다.

[자료 6-4] ASP 추정

Blended ASP 추출				원가 전가율 역산 (2021 MPM 사례)			
단위: 백만 원, 톤	2023	2024	2025	단위: %, 배수	DMC 상승(원가)	제품가 인상	전가율
총매출	3,942,605	4,210,254	4,302,174				
YoY		6.8%	2.2%	Low (보수)	150.0%	10%	6.7%
외부매출	2,952,410	2,995,291	3,067,128	High (낙관)	200.0%	20%	10.0%
of Revenue	75%	71%	71%	Mid (채택)	175.0%	15%	8.6%
내부매출	990,195	1,214,962	1,235,046	2026E KCC ASP 인상률	23.3%	2%	8.6%
of Revenue	25%	29%	29%	Commodity/Specialty 배수 추정			
생산량	333,061	338,231	314,602	단위: %	매출	OPM	배수
YoY		1.6%	-7.0%	Specialty(PA)	63.4%	21.0%	1.5
blended ASP(백만 원/톤)	11.84	12.45	13.67	Commodity(F&B)	36.6%	14.0%	1
YoY		5.2%	9.9%	ASP 확정			
blended ASP(달러/톤)	9,071	9,119	9,909	단위: 백만 원/톤	2026E ASP		
YoY		0.5%	8.7%	Specialty	15.68		
				Commodity	10.46		

출처: RFS Team 1

출처: RFS Team 1

Q 추정

총 Q는 '25년 생산량에 1)Dow 공장 폐쇄에 따른 신규 침투 물량과 2)전방 산업 성장에 따른 자연 증가분을 합산하여 추정했다.

Dow의 Barry 공장 폐쇄로 연산 약 145K톤의 DMC 공급 공백이 발생한다. 이 공백에 대한 동사의 흡수분을 구하기 위해 공급 대안을 소개했다. 중국 유입 가능 물량은 중국의 수출량을 고려하였고 주요 Peer(Wacker, ShinEtsu 등)는 가이드런스 Flat과 여유 CAPA 부족으로 할당량을 제한하였다. 또한, 투자포인트1에서 전술한 Commodity 가격 전가율 약세 거시경제 변동에 따른 원자재 ASP 변동의 취약성을 고려하여 bear-base-bull case를 구분하여 산출하였다.

[자료 6-5] Dow 공장 폐쇄분 중국 흡수분 및 종합 배분

Dow 공장 폐쇄분 중국 흡수분		Dow 폐쇄분 종합 배분	
중국 유기실리콘 수출량(단위:톤/%)		단위: 톤/%	비중
2025A 생산량	2,630,220	Dow Barry 신규수요	- 145,000
2025A 가동률	74.3%	중국	39% 56,444
중국 DMC 2025A 캐파	3540	Wacker	10% 14,500
2026E 생산량	3,048,320	Elkem	10% 14,500
2026F 가동률	86.6%	Shin-etsu	10% 14,500
중국 DMC 2026E 캐파	3520	그 외	15% 22,139
2026E 신규 수출 가능 물량	418,100	KCC	16% 22,917
		유럽 여유 CAPA	103,760

출처: RFS Team 1

출처: RFS Team 1

[자료 6-6] 시나리오별 Q 추정

Specialty Q						총 Q 증가분					
단위: 톤	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	단위: 톤	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
Bear (40%) 생산량	71,086	72,287	68,105	70,403	281,881	Bear (40%) 증가분	6,003	6,516	7,106	7,692	27,317
Base (60%) 생산량	71,653	73,043	69,239	71,726	285,660	가동률					56.6%
Bull (80%) 생산량	72,220	73,798	70,372	73,048	289,439	Base (60%) 증가분	6,691	7,433	8,481	9,296	31,901
						가동률					57.4%
Commodity Q						Bull (80%) 증가분	7,378	8,350	9,856	10,900	36,484
단위: 톤	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	가동률					58.1%
Bear (40%) 생산량	31,559	32,092	30,235	31,256	125,142						
Base (60%) 생산량	31,811	32,428	30,739	31,843	126,820						
Bull (80%) 생산량	32,062	32,763	31,242	32,430	128,497						

출처: RFS Team 1

출처: RFS Team 1

내부/외부 매출 분리 및 가동률 검증

내부매출이 총매출에서 차지하는 비중이 일정하므로 3개년 평균 비중을 가정하여 조정하였다. 또한, 최종 산출된 '26E 총 Q를 동사의 총 '25년 기준 CAPA에 대입하여 예상 가동률을 57% 수준으로 도출하였다. 이는 과거 최대 가동률을 하회하는 수치로 동사의 병목이 없을 것이며 현실적인 목표로 판단된다.

[도로 사업부 매출추정]

동사의 도로부문은 국내 사업부와 해외 사업부로 구분된다. 국내 사업부의 경우, 유가를 연동한 Bottom-up 방식을 채택하였으며, 해외 사업부의 경우 가동률 추정을 통한 Top-down 방식을 채택하였다.

[자료 6-7] 도로부문 매출(분기별)

단위: 백만 원	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
제품매출	287,082	340,450	312,376	313,280	1,253,188
<i>QoQ</i>		<i>18.59%</i>	<i>-8.25%</i>	<i>0.29%</i>	<i>-1.24%</i>
상품매출	42,825	39,833	51,732	50,882	185,272
<i>QoQ</i>		<i>-6.99%</i>	<i>29.87%</i>	<i>-1.64%</i>	<i>20.86%</i>
도로부문 국내매출	329,907	380,283	364,108	364,162	1,438,460
<i>QoQ</i>		<i>15.27%</i>	<i>-4.25%</i>	<i>0.01%</i>	<i>1.15%</i>
도로부문 해외매출	119,450	119,450	119,450	119,450	477,798
합산	659,815	760,566	728,216	728,324	1,916,258

출처: RFS Team 1

동사의 도로 국내 사업부 매출은 제품과 상품으로 구분된다. 제품은 자체 생산한 도로의 판매로 구성되며, P-Q 추정했다. 상품 매출은 분기별 YoY 추세를 활용해 별도로 추정했다.

도로 제품 생산에 투입되는 주재료가 석유이므로 유가를 연동해 ASP를 추정했다. 유가 변동이 ASP에 얼마나 전가되는지를 파악하기 위해 Lag를 1분기로 가정하고, 유가 급등기(2Q21→3Q22)와 하락기(4Q23→1Q25) 각 구간에서 유가 대비 원재료 변동을 기반으로 각 제품별 전가율을 분석했다.

전가율이 양 구간(급등기·하락기) 모두에서 양수인 제품은 유가와 연동이 유의미하다고 판단하여 유가를 통해 ASP를 추정했다. 건축 내수, 공업 내수, 자동차 내수, 자동차 수출이 이에 해당한다. 이들의 경우, 유가를 반영한 원재료비 QoQ를 해당 제품의 전가율에 반영해 제품별 ASP를 추정했다.

반면, 전가율이 한 구간이라도 음수인 제품은 유가 연동이 무의미하다고 판단했다. 건축 수출, 공업 수출, 선박 내수, 선박 수출이 이에 해당한다. 건축 수출, 공업 수출은 수요가 불투명하고 환율, 수출 대상국의 경기 사이클, 글로벌 도로 시장의 수급 등 복합적 요인에 영향을 많이 받기에 보수적 추정을 위해 최근 분기 flat 적용했다. 선박 내수, 선박 수출의 경우, 선박 전방산업과 연계해 이를 Q에 반영하고 ASP는 최근 분기 flat 적용했다.

각 제품별로 내수/수출 ASP를 산출한 후, 내수·수출 비중을 가중하여 제품별 blended ASP를 산출했다.

기타 제품은 세부 품목별 내수·수출 ASP 데이터가 부재하기에 과거 분기 실적으로부터 역산한 blended ASP를 flat으로 적용했다.

[자료 6-8] 제품 품목별 내수/수출 ASP 추정

단위: 원/ℓ	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
유가 (\$/b)	70.8	71.8	64.8	65.7	59.6	72.6	84.56	71.45
<i>QoQ</i>	-5.73%	1.41%	-9.75%	1.39%	-9.28%	21.81%	16.47%	-15.50%
<i>원재료비 QoQ</i>					-2.60%	17.01%	12.84%	-4.34%
건축내수	3,459	3,402	3,408	3,411	2,961	3,233	3,458	2,695
<i>QoQ</i>	-1.03%	-1.65%	0.18%	0.09%	-13.21%	9.20%	6.95%	-22.05%
건축수출	5,597	5,454	5,265	5,342	5,342	5,342	5,342	5,342
<i>QoQ</i>	4.89%	-2.55%	-3.47%	1.46%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
공업내수	6,111	6,120	6,103	6,066	5,164	5,579	5,918	4,448
<i>QoQ</i>	-3.49%	0.15%	-0.28%	-0.61%	-14.88%	8.04%	6.08%	-24.84%
공업수출	8,569	7,937	7,862	7,990	7,990	7,990	7,990	7,990
<i>QoQ</i>	7.66%	-7.38%	-0.94%	1.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
선박내수	6,911	6,959	6,940	6,884	6,884	6,884	6,884	6,884
<i>QoQ</i>	4.40%	0.69%	-0.27%	-0.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
선박수출	8,972	8,969	8,991	9,056	9,056	9,056	9,056	9,056
<i>QoQ</i>	6.44%	-0.03%	0.25%	0.72%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
자동차 내수	5,613	5,685	5,725	5,734	5,716	5,840	5,936	5,905
<i>QoQ</i>	-1.23%	1.28%	0.70%	0.16%	-0.32%	2.18%	1.65%	-0.54%
자동차 수출	5,242	4,953	4,852	4,852	4,819	5,331	5,759	5,693
<i>QoQ</i>	10.03%	-5.51%	-2.04%	0.00%	-0.68%	10.63%	8.02%	-1.14%
기타					2,854	2,854	2,854	2,854

출처: RFS Team 1

도로 산업은 성숙 산업으로 제품 믹스의 변동이 크지 않을 것으로 판단하여, 24년 실적 기준 제품 믹스에 선박 부문의 믹스 변동은 가동률 증분에 반영해 산정했다. 향후 CAPA 증설 계획이 없으므로, 25년 CAPA를 앵커로 설정해 글로벌 조선소 인도량 추이를 반영하여 26년 가동률을 산정하였다. 이를 통해 연간 생산량을 도출한 후, 계절성 지수를 반영하고 26년 제품 믹스를 적용하여 제품별 분기 Q를 산출했다.

[자료 6-9] 연간 가동률 및 생산량

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
연간 CAPA (kℓ)	264,861	262,588	263,035	278,572	291,093	291,093
연간 가동률	78%	74.28%	83%	86.33%	78%	79.50%
<i>연간 성장률 YoY</i>		-4.25%	12.08%	3.69%	-9.09%	1.02%
연간 생산량 (kℓ)	205,466	195,037	218,977	240,477	228,435	231,417

출처: RFS Team 1

[자료 6-10] 제품별 Q 추정

단위: kℓ	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
전체 Q	53,560	61,852	55,555	57,469	54,259	62,659	56,280	58,219
<i>QoQ</i>	-11.47%	15.48%	-10.18%	3.44%	-5.59%	15.48%	-10.18%	3.44%
건축 Q						10,487	9,420	9,744
공업 Q						6,898	6,196	6,409
선박 Q						13,477	12,105	12,522
자동차 Q						19,232	17,274	17,869
기타 Q						12,566	11,286	11,675

출처: RFS Team 1

산출된 제품별 ASP와 Q를 곱하여 제품별 매출을 추정했다.

[자료 6-11] 제품 매출추정

단위: 백만 원	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
건축	36,955	44,203	40,835	38,271
YoY		19.61%	-7.62%	-6.28%
공업	38,703	46,226	42,643	39,077
YoY		19.44%	-7.75%	-8.36%
선박	92,138	106,402	95,571	98,862
YoY		15.48%	-10.18%	3.44%
자동차	88,232	107,757	101,117	103,749
YoY		22.13%	-6.16%	2.60%
기타	31,054	35,862	32,211	33,320
YoY		15.48%	-10.18%	3.44%
총매출	287,082	340,450	312,376	313,280
YoY		18.6%	-8.2%	0.3%

출처: RFS Team 1

상품의 경우 세부 품목이나 단가 정보가 공시되지 않아 제품 매출 대비 정보의 투명도가 현저히 낮기에, 과거 2년간의 YoY 성장률 평균을 반영하여 매출을 추정하였다.

[자료 6-12] 상품 매출추정

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
상품 매출	36,062	36,282	40,181	40,774	42,825	39,833	51,732	50,882
YoY	27.19%	7.51%	34.30%	44.11%	18.8%	9.8%	28.7%	24.8%

출처: RFS Team 1

전술한 논리에 따른 도로 국내사업부 최종 매출 시트는 다음과 같다.

[자료 6-13] 국내사업부 매출추정

단위: 백만 원	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
제품매출	921,979	1,068,467	1,212,182	1,274,504	1,268,873	1,253,188
YoY		15.89%	13.45%	5.14%	-0.44%	-1.24%
상품매출	69,178	92,438	106,928	120,312	153,299	185,272
YoY		33.62%	15.68%	12.52%	27.42%	20.86%
도로 국내사업부 매출	991,157	1,160,905	1,319,110	1,394,816	1,422,172	1,438,460
YoY		17.13%	13.63%	5.74%	1.96%	1.15%

출처: RFS Team 1

도로 해외 사업부는 '26년 가동률을 산정해 Q를 추정한 후, 최근 3개년 평균 ASP를 이용해 P·Q 추정했다.

KCK(곤산) & KCG(광주)은 3년의 재도장 사이클을 반영하고, KCTJ(천진)은 핵심 고객사의 믹스를 이원화해 각 성장률 전망치를 반영했으며, KCT(튀르키예)는 오랜 기간 지속되는 고인플레이션으로 '25년 가동률 FLAT 유지, KCV(베트남)은 베트남 전체 도로 시장의 추정 CAGR을 반영해 '26년 가동률을 산정하였다.

[자료 6-14] 해외 법인별 기동률

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
KCK(곤산)	100%	44%	53%	135%	111%	118%
YoY		-56%	20%	154%	-18%	6.2%
KCG(광주)	72%	31%	30%	76%	50%	49%
YoY		-57%	-3%	155%	-35%	-1.7%
KCTJ(천진)		28%	71%	77%	35%	37%
KCT(튀르키예)			53%	44%	43%	43%
KCV(베트남)		72%	73%	74%	78%	82%

출처: RFS Team 1

[자료 6-15] 해외 법인별 생산실적

단위: k0/년	2021	2022	2023	2024	2025	2026(E)
KCK(곤산)	60,842	28,867	25,180	63,950	53,261	61,541
KCG(광주)	30,716	13,201	10,936	27,879	17,653	18,797
KCTJ(천진)		7,083	18,353	19,924	9,202	9,586
KCT(튀르키예)			9,492	7,743	7,724	8,386
KCV(베트남)		14,291	14,907	15,145	16,488	17,499
해외 총 생산실적	91,558	63,442	78,868	134,641	104,328	115,808

출처: RFS Team 1

P의 경우, 보수적 추정을 글로벌 공급망과 원재료 가격이 정상화된 최근 3개년 평균 ASP를 일괄 적용했다.

[자료 6-16] 해외 법인별 Blended ASP

단위: 0, 원	2021	2022	2023	2024	2025	2026(E)
KCK(곤산)	3,558	4,747	4,205	3,493	3,773	3,824
KCG(광주)	3,643	4,146	3,132	2,873	3,501	3,169
KCTJ(천진)		6,686	2,734	3,694	5,290	3,906
KCT(튀르키예)			6,444	6,766	6,758	6,656
KCV(베트남)		5,332	4,387	5,947	5,856	5,396

출처: RFS Team 1

상술한 논리에 따른 도로 해외사업부 매출 시트는 다음과 같다.

[자료 6-17] 도로 해외사업부 매출추정

단위: 백만원	2021	2022	2023	2024	2025	2026(E)
KCK(곤산)	216,502	137,025	105,892	223,366	200,942	235,311
KCG(광주)	111,908	54,727	34,250	80,100	61,810	59,565
KCTJ(천진)		47,356	50,173	73,602	48,674	37,440
KCT(튀르키예)			61,170	52,386	52,199	55,815
KCV(베트남)		76,203	65,393	90,064	96,548	94,430
해외 총 매출	328,410	315,311	316,878	519,518	460,173	482,560

출처: RFS Team 1

[건자재 매출추정]

동사 건자재 사업부 취급품목은 내외장재와 보온단열재, PVC창호재로 구성된다. 개중 P를 공개하는 것은 내외장재 뿐이기에, 보온단열재와 PVC창호재의 경우 공시된 Q를 기반으로 Blended P를 추정했다.

[자료 6-18] 건자재부문 매출 (분기별)

단위: 백만 원	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
내외장재	87,440	94,466	93,233	105,184	380,323
QoQ		8.04%	-1.30%	12.82%	-4.72%
보온단열재, PVC 창호재	79,297	95,454	79,669	106,990	361,410
QoQ		20.37%	-16.54%	34.29%	-9.30%
뷰티클, 센스도어 외 인테리어 관련 상품	43,995	44,515	44,982	45,337	178,829
QoQ		1.18%	1.05%	0.79%	5.85%
건자재 매출	210,732	234,435	217,884	257,511	920,562
QoQ		11.25%	-7.06%	18.19%	-4.76%

출처: RFS Team 1

내외장재 P의 경우 원자재 선물시장이 있는 나프타-에틸렌과 달리 제조사와 시공사별 협상 단가로 결정되는 구조임을 감안, 최근 4분기 인상률 둔화와 건설경기 위축에 따른 가격 전가력 약화를 감안하여 물가상승률 2%의 소폭 인상을 가정했다. Q의 경우 건축 구조물을 불문하고 시공되기에 KOSIS의 동수별 연면적별 건축착공현황-구조별 총합에 연동, 8분기 후행 래깅하여 추정했다.

[자료 6-19] 내외장재 매출추정

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
내외장재 P	2,438	2,452	2,481	2,501	2,551	2,602	2,654	2,707
QoQ	1.33%	0.57%	1.18%	0.81%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
내외장재 Q	43,106	40,554	39,341	38,793	29,847	31,613	30,589	33,833
QoQ	-11.90%	-5.92%	-2.99%	-1.39%	-23.06%	5.92%	-3.24%	10.61%
내외장재 매출	105,092	99,438	97,605	97,021	76,140	82,258	81,185	91,592

출처: RFS Team 1

보온단열재 원료인 그라스울·미네랄울·세라크울은 공급 제약이 없어 가격 변동이 미미하다. 반면 PVC 원료인 나프타의 경우 '21 엔데믹과, '22 러우전쟁 여파로 급등하였기에 2026 미국-이란 전쟁으로 재급등할 수 있다고 판단, 내외장재와 달리 가격전가가 Historical로 확인되어 과거의 추세를 사용해 추정했다. Q의 경우 내외장재와 마찬가지로 동수별 연면적별 건축착공현황에 연동하였다. 보온단열재는 콘크리트, 철골, 철골콘크리트 구조에, PVC창호재는 콘크리트 구조에 연동하여 각각 8분기, 6분기에 래깅하여 추정했다.

[자료 6-20] 보온단열재, PVC창호 매출추정

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
Blended P	2,393	2,591	2,726	2,679	2,917	3,176	3,459	3,766
QoQ	-6.14%	8.30%	5.20%	-1.74%	8.89%	8.89%	8.89%	8.89%
보온단열재 Q	33,355	35,234	31,747	29,691	23,000	26,498	23,290	28,463
QoQ	-16.62%	5.63%	-9.90%	-6.48%	-22.54%	15.21%	-12.11%	22.21%
PVC 창호재 Q	5,963	6,622	5,133	5,923	5,372	6,236	2,896	5,241
QoQ	-15.27%	11.05%	-22.49%	15.39%	-9.30%	16.09%	-53.56%	80.97%
내외장재 외 매출	94,080	108,461	100,540	95,401	82,761	103,974	90,572	126,943

출처: RFS Team 1

계절성 또한 반영했다. 최근 5개년간 데이터를 통해 동사 매출의 계절성을 확인했으며, 값은 아래와 같다.

내외장재의 경우 내부 마감이 주력이기에 3분기 장마철 외에는 계절성이 보이지 않아 반영하지 않았다. 보온단열재의 경우 골조 완성 직후 외벽에 붙이는 공정이기에 1분기 동절기 시공이 어렵다. 또한 3분기 장마철에 시공 난이도가 급상승함을 확인했고, 4분기 연말 준공 일정을 맞추려는 현장들에 의해 피크를 확인한다. PVC 창호재의 경우에는 골조 완성 직후 외벽 개구부에 설치, 2분기에 아파트 단지들이 일제히 시공하는 경향을 보이며, 3분기는 장마이기에 시공 수가 급격히 하락한다. 해당 지수를 2026E P·Q에 곱하여 최종 매출을 산정했다.

[자료 6-21] 계절성 추이

분기	1Q	2Q	3Q	4Q	유무
내외장재	1.039	1.022	0.945	0.994	X
보온단열재	0.959	1.045	0.948	1.048	O
PVC 창호재	1.015	1.171	0.904	1.003	O

출처: RFS Team 1

상품의 매출의 경우 공시된 P, Q와 세부적인 제품 믹스를 알 수 없어 엄밀한 추정이 불가능하다. 또한 IR문의 결과 제품 매출과 연동되지 않는다. 다만 공시된 주요 품목이 뷰티클, 센스도어 등 인테리어와 관련된 품목이기에 건설경기 부진에 따른 리모델링·인테리어의 반사수혜를 반영하여 5개년 CAGR 2%대의 성장률을 반영했다.

[자료 6-22] 상품 매출추정

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
상품 매출(뷰티클, 센스도어)	33,102	43,995	48,832	43,014	43,995	44,515	44,982	45,337
<i>QoQ</i>	<i>-15.97%</i>	<i>32.91%</i>	<i>10.99%</i>	<i>-11.91%</i>	<i>2.28%</i>	<i>1.18%</i>	<i>1.05%</i>	<i>0.79%</i>

출처: RFS Team 1

[기타 매출추정]

동사 기타 사업부의 경우 제품은 장섬유·시공과 DCB·세라믹기판, 상품은 MD755, 이외 태양광발전으로 세분화된다. 이 중 비교적 엄밀한 추정이 가능한 DCB·세라믹기판과 태양광발전의 시트만을 첨부했다.

[자료 6-23] DCB·세라믹기판 매출추정

단위: 백만 원	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
장섬유, 시공	104,296	104,296	104,296	104,296	417,184
<i>YoY</i>		<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>-11.99%</i>
DCB 기판, 세라믹기판(제품)	14,536	16,396	18,493	20,858	70,283
<i>YoY</i>		<i>12.79%</i>	<i>12.79%</i>	<i>12.79%</i>	<i>34.33%</i>
MD 755 외	16,822	16,822	16,822	16,822	67,288
<i>YoY</i>		<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>
DCB 기판, 세라믹기판(상품)	80	80	80	80	321
<i>YoY</i>		<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>
태양광발전	1,449	1,449	1,449	1,449	5,796
<i>YoY</i>		<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>2.69%</i>
기타 매출	137,184	139,043	141,140	143,505	560,872
<i>YoY</i>		<i>1.36%</i>	<i>1.51%</i>	<i>1.68%</i>	<i>-6.46%</i>

출처: RFS Team 1

DCB·세라믹기판 사업부의 경우 '23년부터 시작된 구리 가격의 상승과 AI서버 수요에 따른 상승폭을 P에 반영해 주었다. Q추정에 있어서 전주공장은 '24부터 시작되어 2027년 완료될 증설에 따라 생산량이 줄어드는 추세이기에 2026E 각 분기 생산량을 공히 0으로 가정했다. 연작 공장의 경우 4Q25 폭발적인 Capex확대에 따라1Q25 가동률이 전분기 대비 29.5%p 하락하였으나, 현재 79.4%로 회복되었으므로 4Q26까지 과거 가동률 94.1%를 달성할 것으로 전망하였다. 자세한 산식은 첨부한 xlsx. 참고를 권장한다.

[자료 6-24] DCB·세라믹기판 매출추정

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
분기별	10,946	14,554	13,204	13,616	14,536	16,396	18,493	20,858
<i>QoQ</i>	<i>35.77%</i>	<i>32.96%</i>	<i>-9.28%</i>	<i>3.12%</i>	<i>6.76%</i>	<i>12.79%</i>	<i>12.79%</i>	<i>12.79%</i>
Blended P	45.0453	50.1862	45.2192	44.0647	49.1091	54.7310	60.9965	67.9792
<i>QoQ</i>	<i>108.41%</i>	<i>11.41%</i>	<i>-9.90%</i>	<i>-2.55%</i>	<i>11.45%</i>	<i>11.45%</i>	<i>11.45%</i>	<i>11.45%</i>
KCC A/M 전주	30	27	16	13	0	0	0	0
KCC A/M 연작	213	263	276	296	296	300	303	307
기판 Q	243	290	292	309	296	300	303	307
<i>QoQ</i>	<i>-34.85%</i>	<i>19.34%</i>	<i>0.69%</i>	<i>5.82%</i>	<i>-4.21%</i>	<i>1.21%</i>	<i>1.21%</i>	<i>1.21%</i>

출처: RFS Team 1

태양광발전 매출의 경우 국내에 한해 발생하므로, 한국에너지공단과 수출입은행에서 제시한 국내 태양광 설치 현황 및 전망과 년도별로 연동하여 추정, 분기별 안분했다.

[자료 6-25] 태양광발전 매출추정

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
분기별	1,239	1,790	1,624	991	1,449	1,449	1,449	1,449
<i>QoQ</i>	<i>16.34%</i>	<i>44.47%</i>	<i>-9.27%</i>	<i>-38.98%</i>	<i>46.22%</i>			
연도별		5,644				5,796		
<i>YoY</i>		<i>-0.02%</i>				<i>2.69%</i>		

출처: RFS Team 1

비용추정

영업비용 항목은 전사 수준에서 추정한 후 사업부 별로 안분했다.

[각 사업부별 안분기준]

원재료 구입비 및 재고자산 변동은 매출원가에 귀속시켰으며, 26E 추정 매출액 사업부별 비중 양상이 과거 데이터와 상이해 추정 매출액 비중으로 영업비용 항목들을 안분했다.

26E 예상 매출액이 기존 '21년~'25년의 평균적 매출 비중과 다른 양상을 보였기에, 상각비 항목을 제외한 나머지 항목은 26E 사업부별 매출액 비중으로 안분했다. 상각비 항목의 경우, 블룸버그 세분화 항목의 사업부 별 상각비 배분금액을 참고해 안분하였다.

[자료 6-26] 매출원가 추정

(단위: 백만 원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출원가	1,404,701	1,506,287	1,437,201	1,498,139
매출원가율	74.52%	76.02%	75.27%	78.34%
매출총이익	480,394	475,194	472,068	414,320
매출총이익률	25.48%	23.98%	24.73%	21.66%
실리콘 사업부	788,909	820,650	772,959	832,390
% of sales	74.78%	76.31%	75.82%	78.82%
도료 사업부	320,492	365,443	348,690	360,914
% of sales	71.32%	73.13%	72.11%	74.63%
전자재 사업부	170,121	188,727	182,386	180,736
% of sales	73.24%	74.92%	73.85%	76.77%
기타 사업부	125,177	132,642	133,855	123,468
% of sales	84.30%	85.89%	84.02%	89.88%

출처: RFS Team 1

[영업비용 추정]

원재료 구입비 및 재고자산 변동의 경우 매출의 증감과 직접적으로 연관되며, 매출 추정 Q 산정에서의 계절성을 고려해 계절성 지수를 반영한 avg of sales%를 적용했다. 종업원 급여의 경우 국회예산정책처 26E 명목임금인상을 전망치를 활용해 추정했다. 상각비의 경우 26년에 완공되는 추가 capex 증설 계획이 없기 때문에 기존 건설중인자산 계정 대체를 고려하지 않고 25년 상각비 flat 적용하였으며 기타 제조경비는 계정과목의 특성 상, 개별 추정이 어려우며 매출에 연동되기 때문에 avg of sales%를 적용했다. 판매관리비 내역 중 계정과목의 특성 상 비경상적인 비용인 총당금 성격의 비용 계정과목인 하자보수충당금, 환경훼손 복구충당금, 소송충당금은 0 flat을 가정했으며 판매비와 관리비 중 인건비와 상각비는 매출원가 귀속분의 논리와 동일하며 그 외의 판매비와 관리비는 개별적인 추정이 어려우며 매출에 연관되어 발생하기 때문에 avg of sales%를 적용했다.

[이자비용 추정]

이자비용은 크게 사채 이자비용, 장기차입금 이자비용, 단기차입금 이자비용, 리스부채 이자비용 총 4가지 분류를 기반으로 각각의 이자비용을 추정하여 이자수익을 고려한 순이자비용을 산정했다. 동사의 재무활동 현금흐름과 기말잔액을 고려하여 만기사채에 대한 상황은 전액 차환으로 가정했다.

Bear case 이자비용

26년에 만기가 도래하는 제76-1회, 75-1회, 73-2회, 77-1회 사채는 만기가 도래하는 분기의 이자비용은 일할상각을 고려해 분기별 이자비용을 추정했다. 또한 차환의 경우, 실무적으로 꼭 동일시점에 이루어지지 않고 미리 사채를 신규 발행하는 점을 고려해 보수적으로 만기가 도래하는 분기 전 분기부터 이자비용을 인식한다고 가정했다. 장기차입금의 이자비용은 연 이자비용을 4개 분기 단순 안분했다. 단기차입금 이자와 리스부채 이자 및 이자수익의 경우 직전연도 flat 가정, 4개 분기 동일하게 배분했다. 이를 통해 구한 이자비용의 합계에서 이자수익의 합계를 뺀 순이자비용을 도출했다.

[자료 6-27] BEAR CASE 이자비용 추정

(단위: 백만 원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
기존사채 이자 소계	29,570	28,240	26,180	25,112	109,102
제 76-1 회	248				248
제 75-1 회	3,142	2,060			5,202
제 73-2 회	518	518	518	46	1,600
제 77-1 회	646	646	646	50	1,988
제 76-2 회	4,038	4,038	4,038	4,038	16,150
제 74-2 회	289	289	289	289	1,155
제 77-2 회	1,859	1,859	1,859	1,859	7,436
제 75-2 회	538	538	538	538	2,151
제 78-1 회	2,212	2,212	2,212	2,212	8,848
Senior Notes(USD700M)	10,370	10,370	10,370	10,370	41,482
제 76-3 회	631	631	631	631	2,525
제 78-2 회	999	999	999	999	3,996
EB HD 조선	4,081	4,081	4,081	4,081	16,322
차환사채 이자 소계	1,160	3,360	3,360	3,360	11,240
제 76-1 회 차환(26Q1)	1,160	1,160	1,160	1,160	4,640
제 75-1 회 차환(26Q2)		2,200	2,200	2,200	6,600
장기차입금 이자 소계	8,869	8,869	8,869	8,869	35,477
금강하나제일차 인수금융	4,700	4,700	4,700	4,700	18,800
산업은행 외 신디론	1,378	1,378	1,378	1,378	5,510
중국건설은행 신디론	588	588	588	588	2,350
중국은행 신디론	588	588	588	588	2,350
하나은행 일반 A	53	53	53	53	212
국민은행 인수자금	1,175	1,175	1,175	1,175	4,700
Wuxi MPM	389	389	389	389	1,556
단기차입금 이자 소계	6,259	6,259	6,259	6,259	25,037
단기차입금 이자	6,259	6,259	6,259	6,259	25,037
리스부채 이자 소계	2,700	2,700	2,700	2,700	10,800
리스 이자	2,700	2,700	2,700	2,700	10,800
이자비용 합계	48,558	49,428	47,369	46,301	191,656

출처: RFS Team 1

Base case 이자비용

삼성물산 EB 조달금액 추정

현재 KCC의 보유 삼성물산 지분율과 시가를 고려해 EB 조달금액을 산정하였다. EB 대상이 되는 처분 지분율은 현대조선해양 EB 발행 당시 프리미엄을 고려하면 보유지분 전체에 대해 EB를 발행했으나 삼성물산의 경우 보유지분 10%를 고려해 삼성물산과의 전략적 관계가 있다고 판단, 대주주 요건 유지 조건 하 보수적 추정으로 4% 가정하였으며, 교환프리미엄은 현대조선해양 사례와 동일, 삼성물산의 시장가치를 반영해 HD조선 EB 대비 우량 할인을 가정해 1.5%로 산정했다. EB 조달금액은 교환주식수와 현재 주가의 곱으로 산정했다.

삼성물산 EB 상환스케줄의 경우, MPM 인수를 위해 차입한 Senior Notes을 우선 상환한 이후의 상환은 금리가 높은 순으로 상환한다고 가정했다.

[자료 6-28] BASE CASE 이자비용 추정

(단위: 백만 원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
EB 이자 발생	0	0	7,177	7,177	14,355
Senior Notes(USD700M) 절감	0	0	-5,185	-10,370	-15,556
금강하나 인수금융 절감	0	0	-2,350	-4,700	-7,050
국민은행 인수자금 절감	0	0	-588	-1,175	-1,763
중국건설은행 신디론 절감	0	0	-294	-588	-881
중국은행 신디론 절감	0	0	-294	-588	-881
제 75-2 회 사채 절감	0	0	-269	-538	-807
제 76-2 회 사채 (일부) 절감	0	0	-1,405	-2,811	-4,216
EB 순효과	0	0	-3,207	-13,592	-16,799
이자비용 합계	48,558	49,428	44,161	32,709	174,857
이자수익 합계	5,780	5,780	5,780	5,780	23,120
BASE CASE 순이자비용	42,778	43,648	38,381	26,929	151,737

출처: RFS Team 1

[기타 영업외손익 추정]

기타 영업외손익은 개별적으로 추정이 불가하며, 계정과목의 특성을 반영해 비경상적 성격의 손익인 기타 금융수익, 자산평가이익, 자산처분이익, 자산처분손실, 기타대손상각비는 0 flat, 그 외의 손익은 avg flat을 적용했다.

[법인세비용 및 당기순이익추정]

별도의 추정이 불가해 직전 2개연도 평균 유효세율을 가정했다.

[자료 6-29] BEAR CASE 법인세비용 및 당기순이익 추정

(단위: 백만 원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
법인세비용차감전계속사업이익	111,954	244,436	507,601	2,388,829	628,584
유효법인세율	74.40%	62.16%	35.67%	35.60%	35.63%
법인세비용	83,292	151,933	181,051	850,333	223,977
BEAR CASE 당기순이익	28,662	92,503	326,551	1,538,496	404,606

출처: RFS Team 1

[자료 6-30] BASE CASE 법인세비용 및 당기순이익 추정

(단위: 백만 원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
법인세비용차감전계속사업이익	111,954	244,436	507,601	2,388,829	645,383
유효법인세율	74.40%	62.16%	35.67%	35.60%	35.63%
법인세비용	83,292	151,933	181,051	850,333	229,963
BASE CASE 당기순이익	28,662	92,503	326,551	1,538,496	415,419

출처: RFS Team 1

예상 포괄손익계산서(단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025A	2026E
매출액	6,288	6,659	6,484	7,604
매출원가	4,960	5,028	4,846	5,846
매출총이익	1,329	1,631	1,638	1,841
일반판매관리비	1,016	1,160	1,210	1,770
조정영업이익	313	471	428	614
영업이익	313	471	428	614
비영업손익	-69	37	1,961	573
금융손익	-221	-312	-317	-169
관계기업등 투자손익	-200	76	4	-30
세전계속사업손익	244	508	2,389	645
법인세 비용	152	181	850	230
계속영업이익	93	327	1,539	415
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	93	327	1,539	415
지배주주	213	344	1,539	415
비지배주주	-120	-17	0	0
총포괄이익	-45	321	2,632	2,738
지배주주	118	355	2,632	2,738
비지배주주	-163	-34	0	0
EBITDA	748	904	881	531
FCF	303	317	314	250
EBITDA 마진율 (%)	11.9	13.6	13.6	6.9
영업이익률 (%)	5.0	7.1	6.6	1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	5.2	23.7	5.4

예상 현금흐름표 (단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025A	2026E
영업활동으로 인한 현금흐름	788	597	790	700
당기순이익	93	327	1,539	415
감가상각비(계)	436	433	459	459
유형자산 감가상각비	345	344	375	375
무형자산 상각비	41	42	43	43
사용권자산 상각비	50	47	41	41
영업활동 자산부채 변동	87	-347	2	3
법인세납부	-151	-133	-278	-230
기타	323	317	-932	56
투자활동으로 인한 현금흐름	-355	282	269	-450
현금유입액	49	397	647	60
현금유출액	-485	-280	-476	-510
장단기금융자산의 감소(증가)	-10	100	-20	0
기타투자활동	91	65	118	23
재무활동으로 인한 현금흐름	-162	-1,454	-362	188
현금유입액	3,008	1,544	2,437	1,914
현금유출액	-2,866	-2,639	-2,488	-1,649
배당금의 지급	-59	-59	-74	-77
기타재무활동	-25	-17	-36	-25
현금의 증가	268	-544	692	438
기초현금	3,610	4,242	3,105	1,194
기말현금	3,879	3,699	3,797	1,632

예상 재무상태표 (단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025A	2026E
유동자산	4,178	3,995	3,983	4,800
현금 및 현금성자산	1,045	501	1,194	1,494
매출채권 및 기타채권	1,114	1,295	1,139	1,350
재고자산	1,399	1,583	1,530	1,814
기타유동자산	620	616	120	142
비유동자산	9,175	9,412	12,821	12,842
유형자산	3,447	3,526	4,324	4,454
무형자산	1,282	1,407	1,168	1,059
기타자산	4,446	4,479	7,329	7,329
자산총계	13,354	13,406	16,804	17,642
유동부채	3,836	3,231	3,982	4,117
매입채무 및 기타채무	1,122	1,284	1,155	1,369
단기금융부채	2,545	1,649	2,618	2,500
기타유동부채	169	298	209	248
비유동부채	4,070	4,909	4,997	5,362
장기금융부채	3,138	3,935	3,107	3,472
장기총당부채	378	391	374	374
부채총계	7,906	8,140	8,979	9,479
지배주주지분	5,177	5,266	7,825	8,163
자본금	48	48	48	48
자본잉여금	553	350	350	350
이익잉여금	4,902	5,393	6,926	7,264
비지배주주지분	270	438	0	0
자본총계	5,448	5,266	7,825	8,163

예상 주당 가치 및 Valuation	2023A	2024A	2025A	2026E
P/E (x)	13.1	10.8	3.0	8.6
P/B (x)	0.5	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	7.6	7.1	8.7	8.8
EPS (원)	23,969	38,711	173,185	53,862
BPS (원)	582,571	592,586	1,014,630	1,058,457
DPS (원)	10,000	10,000	10,000	10,000
배당성향 (%)	41.7	25.8	5.8	18.6
배당수익률 (%)	3.2	2.4	1.9	1.9
매출액증가율 (%)	-7.2	5.9	-2.6	18.6
EBITDA증가율 (%)	-	20.9	-2.5	-39.7
조정영업이익증가율 (%)	-33.2	50.7	-9.2	-83.1
EPS증가율 (%)	-	61.5	347.5	-68.9
매출채권 회전일수	65	71	64	64
재고자산 회전일수	103	115	115	108
매입채무 회전일수	83	93	87	85
ROA (%)	0.7	2.4	10.2	2.4
ROE (%)	4.0	6.6	23.5	5.2
ROIC (%)	2.0	2.9	2.2	0.4
부채비율 (%)	145.1	154.6	114.8	116.1
유동비율 (%)	108.9	123.6	100.0	116.6
당좌비율 (%)	72.4	74.6	61.6	72.5
자기자본비율 (%)	40.8	39.3	46.6	46.3