



반도체 제조사의 탄탄한 기본기를 책임지는 회사

SOTP Valuation을 통해 도출한 28,100원을 목표주가로 제시한다. 반도체 장비/소재 전문 지주회사인 동사가 AI 반도체 수요 증가 속에서 견고한 성장을 맞이할 것임은 의심할 여지가 없다. 그러나 최근 전방사의 CAPEX 투자 중단에 대한 우려와 첨단 장비로 물리는 수급으로 인해 동사 주가는 다소 단조로운 모습을 보여왔다. 그러나 다시금 전방의 반도체 투자가 활기를 찾기 시작했으며, 언제나 그랬듯 동사의 실적 상승이 이어지면, 비로소 동사의 가치는 제고될 것이다.

Point 1. 다시 돌아가기 시작한 반도체 투자 시계

동사의 실적에 가장 중요한 것은 전방의 Capex가 증가하는 것이다. AI 시장은 폭발적인 성장을 맞이하고 있고, 이 흐름에 필수적인 반도체의 수요 역시 증폭하고 있다. 특히나 시가 고성능화 되어가며 HBM의 수요와, DRAM, NAND의 가격은 오르고 있다. 이와 동시에 파운드리 공급과잉에 대한 우려에도 불구하고, 동사의 전방사는 CAPEX를 멈출 생각이 없다. 그 결과 동사의 전방사인 삼성전자와 SK하이닉스의 Capex는 확실한 증가가 예상된다.

Point 2. 반도체 투자 증가의 수혜를 받을 동사

삼성전자와 SK하이닉스가 더 많은 반도체를 생산하고 싶다면, 동사를 찾아야 한다. 증설이 시작된 후 진행되는 설비 공사, 배관 설치, 그리고 공정 단계에서의 가스 공급과, 유해한 가스의 정화까지 처리해주는 동사의 서비스는 국내 우수 반도체 업체들이 발걸음을 끊을 수 없게 만든다. 동사의 실적을 견인하는 5개의 사업 부문, 본업 / 케이씨인더스트리 / 케이씨이앤씨 / 케이씨이노베이션 / 케이씨텍 각각이 어떠한 해자를 가지고 전방 Capex 증가의 수혜를 입을 것인지 알아보도록 하겠다.

Rating

Buy

목표주가: 28,100 원
현재주가: 21,550 원
상승여력: 30.39%

12M 추가추이



B/S Data(TTM)

자산 총계 1 조 1,069 억원
부채 총계 2,142 억원
자본 총계 8,927 억원

Earning Data

추정 EPS(24F) 5,965 원
추정 EPS(25F) 7,273 원
Implied PBR(23) 0.52x
Implied PBR(24E) 0.48x
Implied PBR(25E) 0.44x

주요 주주

고상걸 26.37%
주식회사 케이씨 9.48%
고석태 7.48%

SMIC 4 팀

팀장 48 기 이승민
팀원 48 기 양지영
49 기 김대원
49 기 이준호
49 기 한승호

추정포괄손익계산서 (연결)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	511,909	576,366	553,763	857,974	727,022	203,183	768,764	829,697
YoY(%)	-2.7%	12.6%	-3.9%	54.9%	-15.3%	10.5%	5.7%	7.9%
매출원가	409,862	456,570	439,016	688,793	585,020	173,617	618,271	669,472
매출총이익	102,048	119,796	114,747	169,181	142,002	29,566	150,493	173,742
GPM(%)	19.9%	20.8%	20.7%	19.7%	19.5%	14.6%	19.6%	20.9%
판매비와관리비	36,752	43,725	49,264	67,986	75,622	18,900	77,289	80,989
영업이익	65,296	76,071	65,483	101,195	66,381	10,666	73,204	92,753
OPM(%)	12.8%	13.2%	11.8%	11.8%	9.1%	5.2%	9.5%	11.2%
기타영업외수익	5,013	4,053	7,666	10,153	5,948	3,046	6,667	6,428
기타영업외비용	6,746	8,343	2,364	6,453	11,218	782	2,899	2,712
금융수익	5,115	4,043	6,284	9,619	16,559	4,327	10,593	10,354
금융비용	850	909	1,020	2,354	2,594	857	3,484	3,427
관계기업투자주식처분이익	8,516	899	-	-	-	-	-	-
투자주식재분류이익	-	-	-	-	-	-	-	-
지분법적용투자주식처분이익	-	-	48	401	-	-	-	-
자본법손익	7,967	7,300	8,602	13,381	7,462	3,068	10,632	12,311
법인세비용차감전순이익	84,311	83,114	84,698	125,942	82,537	19,468	94,712	115,707
법인세비용	27,272	25,697	20,942	7,127	21,089	2,886	22,123	27,205
당기순이익	57,039	57,417	63,756	118,815	61,448	16,582	72,589	88,501
NPM(%)	11.1%	10.0%	11.5%	13.8%	8.5%	8.2%	9.4%	10.7%

CONTENTS

1. K-semiConductor Holdings - 산업 & 기업 분석	03
2. K-반도체의 탄탄한 기본기, 케이씨 - 투자포인트	07
Point 1. 다시 돌아가기 시작한 반도체 투자 시계	07
Point 2. 반도체 투자 증가의 수혜를 받을 동사	11
3. 매출추정	17
4. Valuation	21
5. Appendix	30

K-semiConductor Holdings - 산업 & 기업 분석

‘지주회사’에 접근하는 것은 어렵다. 특히 동사처럼 대부분의 자회사들이 비상장사인 경우, 그 난이도는 배가된다. 그러나 산재된 자회사들 중 동사의 실적을 견인하는 이른바 알짜배기 사업이 무엇이고, 사업별 성장성과 동사의 해자는 무엇인지 면밀히 분석할 수 있다면, 매력적인 투자 기회를 포착할 수 있다. 즉, 지주회사라는 용어에 가려진 밸류를 리레이팅할 여력은 충분하다.

중점적으로 볼 사업은 총 다섯 부문

본격적인 분석에 앞서, 본서가 방점을 두어 기술할 사업 부문이 어디이고, 전방 산업은 어디인지 규명하고 시작하고자 한다. 지주회사인 동사의 사업 포트폴리오는 크게 본업과 자회사들의 관리 사업으로 나눌 수 있다. 이중 중점적으로 다룰 사업은 다섯 부문이다. 합하여 매출의 95% 이상을 구성하는 ①본업, 종속회사인 ②케이씨인더스트리얼, ③케이씨이앤씨, ④케이씨이노베이션과, 추가적인 이익을 창출하는 관계회사 ⑤케이씨텍의 사업이다.

동사의 주요 전방은 반도체 분야

한편 대부분의 사업 부문에서 반도체/디스플레이 분야의 제품을 생산하는 사업을 영위하고 있으나, 케이씨이노베이션을 제외한 모든 부문들의 70~90%의 매출은 반도체 분야에서 나오고 있다. 이에 해당 전방 시장에 초점을 맞추어 분석하고자 한다. 이제 반도체 부문의 지주회사로 거듭나게 된 동사의 현주소를 파악하고, 본업과 자회사들의 사업들을 차례대로 살펴보도록 하겠다.

1.1. KC, 국내 반도체 소부장 홀딩스

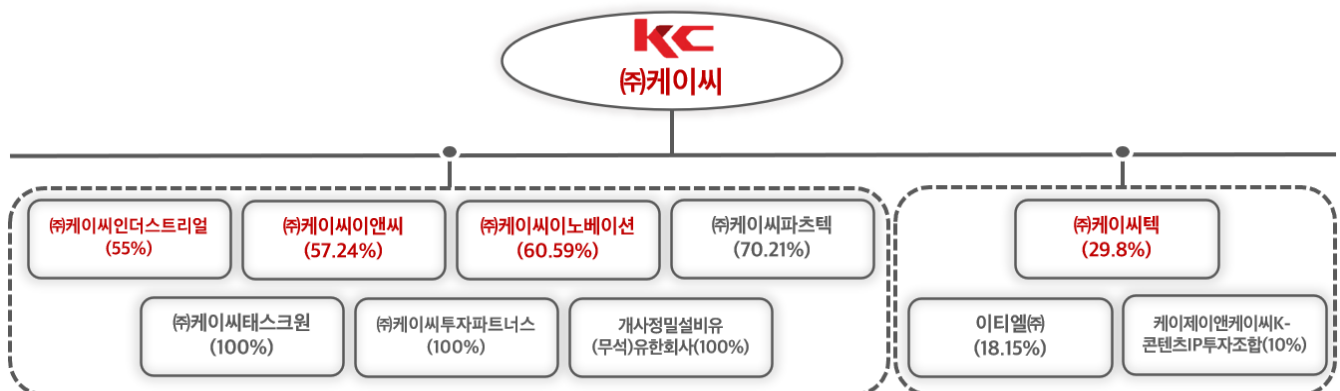
반도체 장비/소재의 국산화 전략

87년 무역 증계회사로 출발한 동사는 반도체 장비의 국산화 속에서 기회를 찾아 전략적인 비즈니스를 해 나가기 시작했다. 동사의 전략은 당시 높은 수준의 일본 장비 및 소재를 수입해 국내의 반도체 업체에 납품하는 무역업으로 출발하는 것이었다. 이를 통해 사업의 규모를 키운 동사는 일본의 기술력을 양분으로 여러 자회사들을 합작하며 성장해 나간다. 이후 점차 직접 제품을 개발하며 핵심 반도체 장비 및 소재들을 국산화하려 하고 있다. 반도체 기술 경쟁력이 해당 국가의 경쟁력과 동일시된다는 상수(常數)는 동사의 국산화 전략과 완벽하게 맞아떨어지고 있는데, 특히 후술할 케이씨텍의 반도체 소재를 필두로 이러한 흐름의 수혜를 누리고 있다.

다양성과 통일성을 모두 확보한 홀딩스

그 결과 현재 동사는 포트폴리오의 다양성과 통일성의 이점을 동시에 누리는 성공적인 반도체 부문 지주회사로 거듭났다. 우선 다양성의 측면에서 반도체 시설 설비부터 장비, 소재까지 아우르는 넓은 스펙트럼을 지니고 있다. 한편 통일성의 측면에서 대부분 삼성전자, SK하이닉스를 주된 고객사로 확보해 수직계열화의 장점을 지닌다. 이에 증설을 할 때 배관, 가스 공급장치 및 스크러버 설치 등이 차례대로 이루어져 전사적인 실적이 함께 견인되는 시너지 효과가 발생한다.

도표 1-1. (주)케이씨 자회사 및 지분율



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

1.2. 본업: 안정적인 기초체력

본업의 성장은
안정적

동사의 본업은 전체 매출의 23%, 순이익의 41%를 차지하는 기초체력이자 OPM 18%에 달하는 핵심 사업이다. 반도체/디스플레이 공정에 필수적인 Gas 및 Chemical 공급장치를 제조하는 사업을 영위하는데, 이중 Gas 공급장치의 매출이 본업 매출의 90% 이상을 차지하고 있다.

특수 가스
공급장치

① Gas 공급장치는 공정에 쓰이는 특수 가스를 고객사가 요구하는 압력으로 조절해 안전하게 공급하는 장치이다. 주요 제품으로는 대용량의 가스를 순도 높은 상태로 유지해 공급하는 BSGS(Bulk Specialty Gas Supply System), 운영자의 조작 실수를 방지하고자 소용량의 가스를 자동 프로그램에 기반해 공급하는 Gas Cabinet 등을 꼽을 수 있다.

화학물질
공급장치

한편 ② Chemical 공급장치는 공정에 필요한 화학물질을 일정 비율로 혼합하고, 설계된 프로그램에 기반해 이를 순차적으로 공급하는 장치이다. Fab의 사용 조건에 따라 고순도의 화학물질을 배관을 통해 원격 공급하는 CCSS(Central Chemical Supply System)와, 고농도의 화학물질을 제조 공정에 필요한 저농도의 상태로 변환하는 CDS(Cheical Dilution System)가 대표적이다.

기술력과 신뢰성이
중요한 산업

결국 해당 산업에서 중요한 것은 특수 가스가 지니는 높은 가연성 및 독성을 관리할 수 있는 기술력과, 고객사인 하이테크 업체들의 까다로운 공정 기준을 통과할 수 있는 신뢰성이다. 동사의 경우 40년 가까이 제품의 기술 개발에 매진해왔고, 그 결과 삼성전자, SK하이닉스, 삼성디스플레이, LG디스플레이 등의 주요 고객사들의 신뢰를 얻어 장기간 거래를 유지해오고 있다.

1.3. 자회사 라인업: 성장 뒷받침

순이익의 60%
이상을 차지하는
주요 자회사들

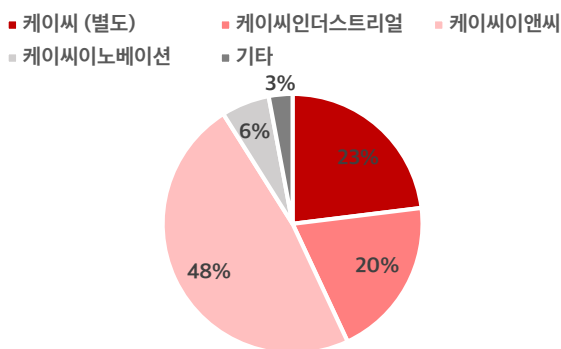
다음으로 본업과 함께 동사 실적을 견인하는 주요 자회사들을 살펴볼 차례이다. 23년 기준 케이씨인더스트리얼, 케이씨이앤씨, 케이씨이노베이션은 순이익 기준 37%, 14%, 9%(매출 기준 20%, 48%, 6%)를 차지하고 있다. 한편 30%의 지분율을 보유하고 있는 케이씨텍의 경우, 지분법 손익 기준 전체 대비 약 12%의 이익을 뒷받침하고 있다. 본장에서는 해당 자회사들의 사업, 주요 제품 등을 차례대로 살펴보고, 구체적인 성장성과 경쟁력은 [투자포인트]에서 후술하도록 하겠다.

(1) 케이씨인더스트리얼

특수 가스 공급,
이송 솔루션 제공

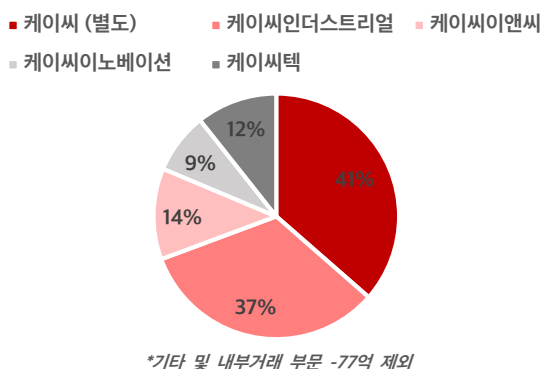
본업과 함께 동사의 실적을 가장 크게 견인하는 자회사는 케이씨인더스트리얼이다. 해당 업체는 크게 세 가지 사업을 영위하고 있는데, 반도체 및 기타 특수 산업용 가스 공급, 소형 자동화 시스템 제공, 각종 반도체 소재 및 원료를 담은 용기 생산 사업이다. 이중 주력 사업은 '헬륨' 공급 사업과 사업용 이송 솔루션 'LSM' 제공 사업으로 각각 40% 이상의 매출 비중을 차지하고 있다.

도표 1-2. 사업부별 매출 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

도표 1-3. 사업부별 순이익 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

헬륨 유통 비즈니스 ① **헬륨 공급** 사업을 먼저 보면, 헬륨은 반도체의 공정 과정에서 고온의 실리콘 웨이퍼를 식히는데 쓰이는 필수불가결한 기체이다. 그러나 희귀한 탓에 우리나라는 전량 수입에 의존하고 있고, 케이씨인더스트리얼은 이 헬륨 가스를 유통하는 비즈니스를 영위하고 있다. 구체적으로는 13년 일본의 **이와타니**라는 천연 가스 글로벌 기업과 비즈니스 협약을 체결하고, 이와타니가 카타르에서 채굴한 헬륨을 수입해 국내의 하이테크 기업(삼성전자, SK하이닉스 등)에 납품하고 있다.

생산 프로세스를 제고하는 LSM 한편 ② **LSM**(Linear Synchronous Motor) 사업의 경우 반도체, 이차전지 등의 생산과정에 사용되는 선형 동기 모터 시스템, 즉 효율적인 컨베이어 시스템을 제공하는 사업이다. 기존의 컨베이어 시스템은 일반 회전형 모터를 사용해 비교적 느리고 공급 패턴 역시 제한적이었다. 그러나 LSM 시스템은 자력을 이용한 **개별적인 모션 제어**가 가능하기에, 체인, 기어, 스크류 등의 기계적 변환 장치가 필요하지 않다. 즉, 대기 시간이 감소해 생산 프로세스의 생산성을 제고할 수 있고, 마찰에 의한 에너지 손실과 소음 발생까지 최소화한 혁신적인 이송 시스템이다.

(2) 케이씨이앤씨

현재 주력 사업은 배관 시공 케이씨이앤씨는 반도체/디스플레이 공정에 특수화된 시설 및 배관을 설계하고 시공하는 업체이다. 과거 클린룸, HVAC 등의 시설 건설에 주력했으나, 현재는 해당 부문을 축소하고 **배관** 부문을 확대하는 데 집중하고 있다. 케이씨이앤씨의 주요 고객사는 삼성전자, SK하이닉스이며, 전방사의 공장이 증설되어 장비를 Setup하거나, 교체 수요가 발생하면 설비를 설치하는 비즈니스이다.



타 업체들의 진입이 어려움 여타 기계설비업과 이러한 반도체/디스플레이 설비 산업이 가지는 특징은 새로운 업체들의 진입이 어렵다는 점이다. 이는 초고순도 유지를 위한 고가의 측정 및 시공 장비가 필요해 높은 **초기 비용**이 요구되고, **전문 인력**을 보유해야 한다는 점에 기인한다.

(3) 케이씨이노베이션

공정 과정의 유해가스 정화 사업 케이씨이노베이션은 반도체/디스플레이 장비인 Gas Scrubber, Purifier, IR Oven을 생산하는 업체이다. 이중 현재 주력 제품은 대부분 반도체향으로 납품되는 Gas Scrubber와 Purifier이다. 우선 ① **Gas Scrubber**는 반도체 공정 과정에서 발생하는 유해 가스를 연소방식 혹은 세정액을 사용해 중화하여 대기로 방출시키는 장비이다. ② **Purifier** 역시 반도체 공정 과정에서 완전히 제거되지 않은 불순물 혹은 가스 운반 시 용기에 의해 오염된 가스의 순도를 높이는 정제 장비를 말한다.

디스플레이향 IR Oven 사업 한편 디스플레이향의 ③ **IR Oven**은 기판과 유리판을 합착한 뒤 디스플레이 패널 건조를 위해 200도 이상의 열을 가하는 설비이다. 디스플레이는 회로 패턴을 그리는 감광액과 방향을 정리하는 배향막을 엮는데, 이 물질들이 고정되도록 오븐 속에서 경화 과정을 거쳐야 한다.

도표 1-4. 케이씨이노베이션 제품군

제품군	제품명	특징
 Scrubber	Plasma Wet Scrubber	Plasma Arc 방전(열전자 방출) & 물 분사로 유해 가스 처리
	Heat Wet Scrubber	고온 Heater 간접 연소 방식 & 물 분사로 유해 가스 처리
	Heat-Catalyst Scrubber	Heat Wet Scrubber와 촉매를 결합한 Hybrid Type
	DRY Scrubber	약제(흡착제)를 통해 상온에서 유해 가스 처리
 Purifier	상온흡착식 Purifier	촉매 반응과 흡착 반응을 이용하여 불순물 처리
	심냉흡착식 Purifier	초저온(-196℃)에서 불순물 흡착
	Getter Purifier	고성능 Filter를 통해 불순물 농도 감축
	Circulation Purifier	오염 가스를 순환시켜 가스에 포함된 불순물 제거

출처: 케이씨이노베이션, SMIC 4팀

(4) 케이씨텍

CMP 공정

장비 및 슬러리 사업

케이씨텍은 반도체/디스플레이 공정의 장비 및 소재를 생산하는 업체로, 여타 자회사들과 마찬가지로 주요 고객사는 삼성전자, SK하이닉스, LG디스플레이 등이다. 반도체 부문을 먼저 보면, 웨이퍼를 평평하게 연마하는 **CMP(Chemical Mechanical Polishing)** 공정 **장비 및 연마제(슬러리)** 제조를 주력 사업으로 영위하고 있다. 슬러리를 뿌린 회전 패드 위에 웨이퍼를 올려 회전시키면, 연마제에 의한 화학작용과 회전에 의한 물리작용에 의해 웨이퍼의 표면이 균일해지는 원리이다.

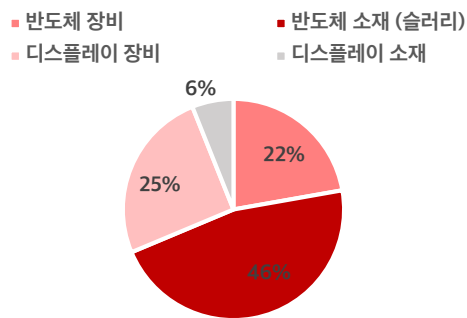
디스플레이향

세정 및 도포

장비 사업

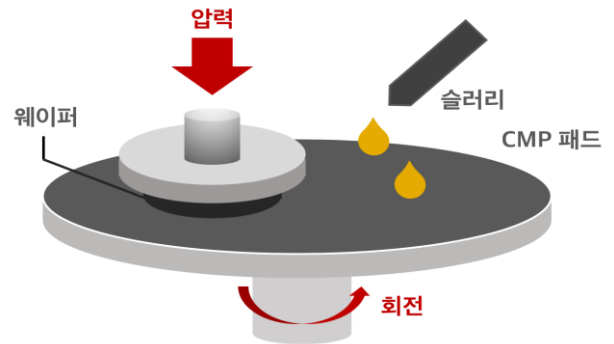
한편 디스플레이 부문의 주요 장비는 세정 공정용 장비인 Wet station과 도포 공정용 Coater 장비이다. 즉, **Wet station**은 디스플레이의 액체 물질을 이용해 패턴을 형성하는 공정 장비를 통칭하고, **Coater**란 디스플레이 제조 라인의 기판에 코팅 물질을 균일하게 도포하는 장비를 말한다.

도표 1-5. 케이씨텍 제품별 매출비중



출처: 케이씨텍 감사보고서, SMIC 4팀

도표 1-6. CMP 공정 메커니즘



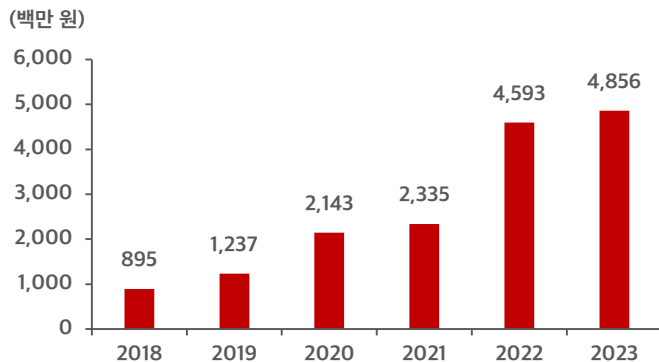
출처: SMIC 4팀

1.4. 견고한 성장 위로 현금은 쌓인다.

성장하는 실적,
쌓아둔 현금

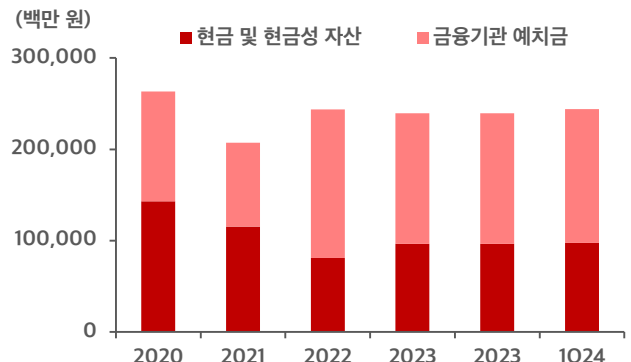
즉, 동사의 실적을 견인하는 key는 **반도체 업황**이 좋아져 전방사인 삼성전자와 SK하이닉스의 **Capex 투자**가 활발해지는 것에 있다. [투자포인트]에서 후술하겠지만 현시점 동사의 전방 상황은 AI를 필두로 증가하는 반도체 수요 속에서 몸집을 늘리는 전방사들의 증설에 기반해 성장할 예정이다. 더불어 동사는 공정의 고선단화와 함께 점차 까다로워지는 고객사들의 요구에 맞는 경쟁력을 구축하고자 끊임없이 R&D 노력을 기울여오고 있다. 한편 이러한 실적의 성장과 더불어 동사는 **재무구조**까지 안정적이다. 특히나 **2,500억원** 이상의 현금 및 현금성 자산과 금융기관 예치금을 유지해오고 있다는 점은 시가총액 규모(약 3,000억)를 고려할 때 주목할 만하다.

도표 1-7. 동사 경상개발비 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

도표 1-8. 동사 현금 및 현금성 자산, 금융기관 예치금 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 4팀

K-반도체의 탄탄한 기본기, 케이씨 - 투자포인트

메모리 반도체 사이클은 초입에 들어섰고, 삼성전자의 파운드리 투자는 다시는 멈출 생각이 없다. 그리고 동사는 오랜만에 찾아온 파도를 맞이할 준비가 되어있다. 동사는 반도체 공장에 필수적인 유틸리티 시스템에 필요한 각종 장비와 소재를 판매하는, 반도체 소부장 제국을 구축했다. 삼성전자와 SK하이닉스라는 전방의 두 거인이 반도체 겨울을 끝내고 기지개를 핀 상황 속에서, 이를 든든하게 뒷받침하는 동사의 수혜를 파악해보자.

Point 1.에서는 동사가 올라탈 반도체 수요 증가 속 CAPEX 증가의 규모를 헤아리고,
Point 2.에서는 동사가 그 안에서 든든한 파트너가 될 것임을 증명한다.

Point 1. 다시 돌아가기 시작한 반도체 투자 시계

이번 반도체 CAPEX 및 생산량 증가를 이해하기 위해서는, AI가 불러온 반도체의 폭발적인 수요 증가를 알아야 한다. 특히, AI가 고성능화되면서 HBM의 수요가 폭증했고, 데이터센터향으로 NAND 수요가 주목받고 있다는 건 자명한 사실이다. 게다가 AI반도체 수요 증가에 따라 비메모리 반도체를 생산하는 파운드리의 수요 또한 증가하고 있다. 현재 메모리 반도체는 사이클의 초입에 들어섰고, 굴지의 파운드리 상황 속에서, 동사는 본격적인 수혜를 맞이할 준비가 되어 있다.

2.1. 메모리 반도체, 상승 사이클은 언제나 CAPEX 증가와 함께

AI시장
매년 28% 증가

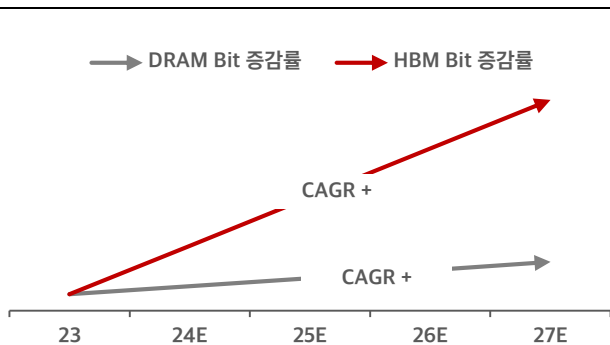
이번 메모리 반도체 사이클의 핵심이 AI임은 자명하다. AI 시장은 30년까지 매년 28%씩 증가할 전망이며, 이러한 AI 폭발의 수혜는 반도체 산업으로 고스란히 내려온다. 고성능 AI일수록 더 많은 데이터를 실시간으로 처리하고 학습한다. 메모리 반도체의 일종인 DRAM은 데이터 처리 속도를 높이고, NAND 플래시는 데이터를 저장하며, AI 수요를 든든히 뒷받침한다. 이에 AI 시장의 성장에 따라 DRAM과 NAND의 수요 증가가 확실시 되고 있다.

(1) DRAM, HBM이 이끄는 수요 증가

HBM, DRAM의 수요
를 이끌다

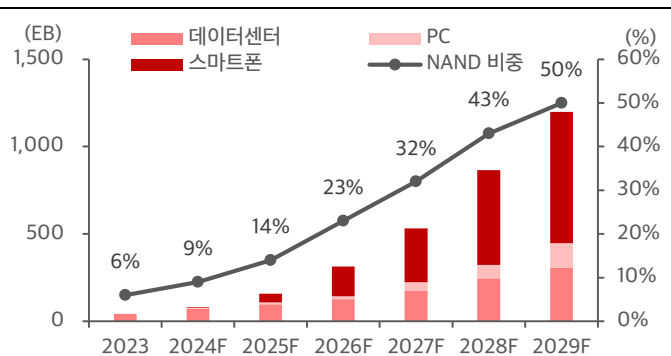
HBM은 여러 개의 DRAM을 쌓아 올려 만든 고대역폭의 메모리로, 현재 DRAM의 폭발적인 수요를 이끌고 있다. 과거 AI는 제한된 데이터를 가지고 간단한 연산을 하는 데에 머무른 반면, 지금의 AI는 특화된 하드웨어가 대용량 데이터를 활용해 의사소통에서 더 나아가 추론까지 가능한 수준에 이르렀다. 이에 처리할 데이터 양이 급격히 증가하면서 HBM이 주목받기 시작했다. 표준 DRAM의 비트 폭이 4~32라면, HBM의 비트 폭은 128배 넓은 1,024에 이른다.

도표 2-1. DRAM 및 HBM 수요 증감률 전망



출처: Omdia, SMIC 4팀

도표 2-2. AI 탑재에 따른 디바이스별 신규 NAND 수요



출처: Techinsights, SMIC 4팀

HBM, 레거시 DRAM의 한편, HBM의 수요 증가는 기존 레거시 DRAM의 상승 사이클 복귀를 촉진하고 있다. 삼성전자와 상승 사이클을 이끈다 SK하이닉스가 HBM CAPEX를 서둘러 늘리자, 초과 공급 상황이었던 DRAM의 공급량이 감소하였고, 이에 DRAM 가격이 상승하였다. 실제로 22년 1분기 이후 꾸준한 감소세를 기록하던 DRAM(DDR4 8Gb)의 가격은 지난해 3분기를 기점으로 바닥을 다진 뒤 최근까지 37.6% 상승하는 모습을 보이며, 상승 사이클의 도래를 알리고 있다.

(2) NAND, 쏟아지는 AI 데이터를 저장

대용량 데이터 저장 수요로 인해 NAND 수요 증가

대용량의 데이터를 저장하고자 하는 수요 속에서, 또 다른 메모리 반도체인 NAND 수요 증가가 예상된다. 저장이 쉬운 정형 데이터를 다루었던 과거와 달리, 음성, 영상 등의 비정형 데이터가 늘고 있으며, AI 서비스의 등장은 이를 가속화시키고 있다. 저장해야 할 데이터의 양이 늘어나면서 서버와 기기의 NAND 탑재량도 잇따라 증가하고 있다. 24년 서버, PC, 스마트폰의 NAND 탑재량은 전년 대비 각각 34%, 13%, 9% 증가할 것으로 추정된다.

온디바이스AI가 이끄는 중장기적 수요 증가

NAND의 중장기 수요는 온디바이스 AI를 만나 더욱 성장할 것이다. 온디바이스 AI는 서버 연결 없이 기기에서 AI 연산을 처리해야 한다는 것이 특징이다. 학습, 추론 및 연산이 가능한 온디바이스 AI를 스마트폰에 적용하면 저장용량이 더 필요하기 때문에 고용량 NAND 수요가 증가할 것이다. 25년 기준 Non-AI 프리미엄 스마트폰에 탑재되는 NAND는 406GB인 반면, AI 프리미엄 스마트폰에는 735GB가 요구된다. 스마트폰용 NAND 수요는 매년 22.3%의 성장이 전망된다.

(3) 가격 상승 사이클 속 필연적인 CAPEX 및 생산량 증가

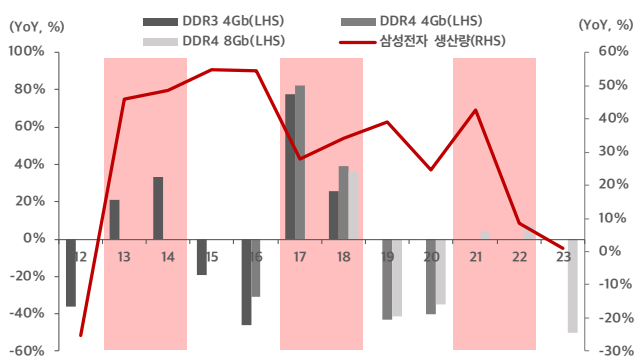
메모리 반도체 상승 사이클 → 생산량 증가

초과 수요를 증명하기라도 하듯 메모리 반도체의 가격 상승이 시작되자, 반도체 제조사들은 길었던 감산의 겨울을 끝내기 시작하고 있다. 생산량 단위로도 실적을 공개하는 삼성전자의 메모리 반도체 생산량을 분석한 결과, 과거 13-15년, 17-18년, 21-22년 사이클 때 마다, 생산량의 YoY가 증가한 것을 관찰할 수 있다. [도표 2-3.] 특히 DRAM 가격이 상승추세로 전환했던 지난 21년, 삼성전자의 메모리 반도체 생산량 증가율은 20년 24.5%에서 21년 42.7%로 급증하였다.

메모리 반도체 상승 사이클 → CAPEX 증가

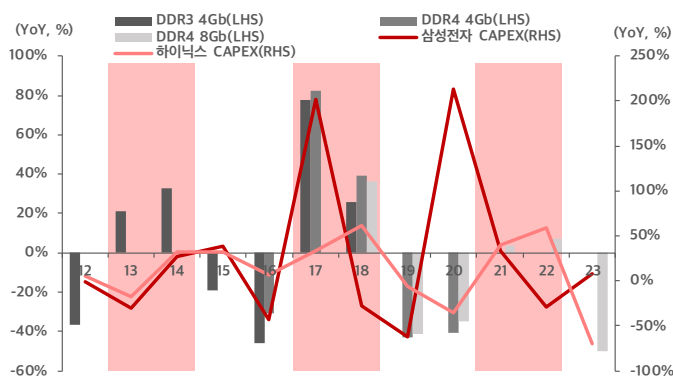
한편 메모리 반도체 상승 사이클은 생산량 증가에서 끝나지 않고 CAPEX 증가로 이어진다. 마찬가지로 최근 10년동안의 지난 3번의 메모리 반도체 사이클 때 마다, 삼성전자와 하이닉스의 CAPEX는 급증하는 모습을 보였다. [도표 2-4.] 세번의 사이클을 거치며 삼성전자는 선제적인 CAPEX 투자 기조로 변화한 반면, 하이닉스는 세번의 사이클 모두 사이클 진입 관망 후 CAPEX 투자를 진행하는 기조를 유지하였다는 차이는 존재하지만, 각 사이클이 CAPEX 투자 증가와 필연적인 관계를 갖고 있음은 자명하다.

도표 2-3. DRAM 가격과 삼성전자 생산량



출처: DramExchange, Dart, SMIC 4팀

도표 2-4. DRAM 가격과 삼성전자, SK하이닉스 CAPEX



출처: DramExchange, Dart, SMIC 4팀

2.2. 파운드리 CAPEX의 시계는 멈추지 않는다

비메모리 파운드리 CAPEX 증가의 수혜 누릴 동사

동사의 수혜는 상술한 메모리 반도체의 사이클에서 그치지 않고, 주요 고객사 **삼성전자의 비메모리 파운드리 CAPEX 증가에 따른 수혜** 또한 누릴 것이다. 본서는 삼성전자가 과거 치킨게임을 통해 D램 반도체 시장에서 승리한 것처럼 비메모리 반도체 시장에서도 **동일한 전략**을 통해 점유율을 끌어올릴 것이고, 그 과정에서의 파운드리 CAPEX가 꾸준히 진행될 것임을 주장한다.

과거 D램 시장 치킨게임을 통해 점유율을 높인 삼성전자

삼성전자는 과거에도 치킨게임을 통해 **D램** 업계의 1인자로 자리잡았다. 반도체 업체들은 **대규모 설비 투자 및 증산**을 통해 **D램 공급량을 증대**시켰고 그 결과, D램의 가격은 큰 폭으로 하락하였다. 가령, 1차 치킨게임(07-09년) 때 512MB D램은 \$6.8에서 \$0.5로, 2차 치킨게임(10-12년) 때 1GB D램은 \$2.7에서 \$1 이하로 가격이 감소하였다. 2차 치킨게임 당시 일본의 엘피다는 6조원의 누적 적자를 보고 철수하는 등 급격한 단가 하락에 업체들은 극심한 적자를 겪으면서 줄줄이 시장에서 철수하였고, 살아남은 삼성전자를 비롯한 소수의 기업이 승자로서 **시장을 독식**하였다.

삼성: 튼튼한 현금체력 vs TSMC: 공급과잉의 타격 직결

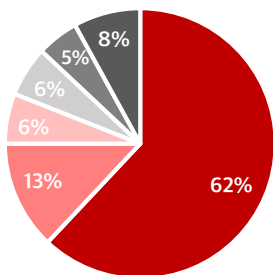
D램 시장에서 삼성전자가 펼쳤던 치킨게임의 전략은 파운드리 사업에서도 이어질 것이다. 이는 **삼성전자의 탄탄한 타사업부의 영업현금창출 체력**에 기반한다. 파운드리 업계의 공고한 1인자 **TSMC**는 100% 파운드리 사업을 영위하기 때문에 **공급 과잉의 타격**을 그대로 받는다. 그러나 삼성전자는 지난 5년간 평균 14.3조원의 **꾸준한 영업이익**을 창출하는 **DX사업부**가 있기 때문에, 파운드리의 공급과잉에도 불구하고, 치킨게임을 진행할 안정적인 현금 체력이 있다. 특히 삼성전자는 후발주자로서, 미리 공장을 지어놓는 **셸퍼스트 전략**을 구사하고 있다는 점, 2.1.에서 전술했듯 메모리 반도체에서도 지난 3번의 사이클을 거치며 **선제적 CAPEX 투자 전략**으로 기초가 변화했다는 점은, 파운드리 반도체에서도 삼성의 투자 시계는 빠르고, 멈추지 않을 것임을 증명한다.

삼성전자의 파운드리 CAPEX 확충은 현재진행형

삼성전자의 파운드리 CAPEX 증가의 의지는 최근 **파운드리 공장 건설의 재개와 확충 계획**에서 확인할 수 있다. 24년 들어 비메모리 반도체의 공급과잉에 대한 우려가 제기되고, 실제로 지난 2월 삼성전자의 평택캠퍼스 파운드리 건설 중단이 발생함에 따라, 시장은 삼성전자의 파운드리 **투자 축소를 예상**하였다. 그러나 **P4공장의 파운드리 라인인 페이즈 2와 4**, 그리고 파운드리 비중이 높을 것이라 예상되는 **P5공장의 공사가 각각 올해 6월과 5월에 재개**되었다. 뿐만 아니라 삼성전자는 미국 **테일러 파운드리** 건설 또한 기존의 22.6조원에서 37조원을 **추가 투자**하여 제2 파운드리 공장과 패키징 시설을 계획에 추가하기로 하였다. 이처럼 삼성전자는 끊이지 않는 파운드리 확장을 통해 비메모리 시장에서의 치킨게임을 준비하고 있다.

도표 2-5. 글로벌 파운드리 점유율

■ TSMC ■ 삼성전자 ■ SMIC ■ UMC ■ 글로벌 파운드리 ■ 기타



출처: Global Foundry Revenue Tracker, SMIC 4팀

도표 2-6. 삼성전자 파운드리 일람

공장	가동 시기	CAPA (월별 웨이퍼 생산량)
기흥 S1	2005	100,000
오스틴 S2	2011	100,000
화성 S3	2017	20,000
화성 S4	2020	25,000
평택 P2 S5	2024	40,000
평택 P3	2024	300,000
평택 P4	2024	200,000
평택 P5	2025	200,000
테일러 S6	2026	60,000

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

2.3. 두 반도체 거인은 돈을 얼마큼 쓸까?

유지 Capex와
신규 Capex의 구분

반도체에 대한 수요가 충분한 것은 앞서 살펴본 바, 본 장에서는 국내 반도체 종합 제조회사 삼성전자와 SK하이닉스의 **기계장치 Capex**를 추정한다. 기존의 Capex는 크게 **유지 Capex와 신규 Capex로 구분**하여 각각의 평균을 구했다. 유지 Capex는 증설로 인한 장비 수요가 발생하지 않았던 연도의 평균값으로 계산했다. 삼성전자의 경우, 18, 19, 21, 23년, SK하이닉스의 경우, 17, 19, 21, 22, 23년이 이에 해당된다. 단 EUV 확보 및 공정 과정 개선으로 Capex가 일시적으로 증가한 21년의 삼성전자와 22년의 SK하이닉스의 경우는 제외했다. 신규 Capex는 공장 증설로 인한 장비 수요가 발생한 연도의 Capex 평균값에서 유지 Capex를 제했다.

Capex 추정 방법:
Capa 증설 계획 반영

그 후, 각 사의 **증설 예정 Capa에 비례하여 24년과 25년의 Capex를 추정**했다. P4, P5의 파운드리 Capa는 공개하지 않았으나, 21년 당시 월 100만 장을 목표로 생산을 진행하고 있다는 발표와 공장 규모를 고려하여, 20만 장으로 추정했다. 이는 [도표 2-6.] 또한 마찬가지이다. 시점은 P4와 S5가 24년, P5가 25년, SK하이닉스는 M15X가 25년에 장비가 도입될 예정임을 반영했다. 유지 Capex의 평균에 (신규 Capex의 평균/신축 Capa의 평균)에 증설되는 Capa의 규모를 곱해서 24년과 25년의 기계장치 Capex를 추정했다. 단, 삼성전자는 24년 하반기에 P4 장비 도입이 예견되기에, P4향 CAPEX의 50%만을 반영했다.

도표 2-7. 삼성전자, SK하이닉스의 기계장치 Capex 추정

삼성전자, SK하이닉스 CAPEX 추정 Table					
(단위 : 십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
합계	46,067	40,129	21,898	40,320	54,236
SEC 기계장치 CAPEX	38,548	27,998	10,488	32,908	43,863
Hynix 기계장치 CAPEX	7,519	12,131	11,410	7,412	10,373
(단위 : 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	
합계	47,461	38,582	44,290	49,006	
SEC 기계장치 CAPEX	31,010	33,642	36,755	40,251	
Hynix 기계장치 CAPEX	16,451	4,941	7,535	8,755	
삼성전자 신규 CAPEX 평균	12,729				
삼성전자 유지 CAPEX 평균	21,426				
하이닉스 신규 CAPEX 평균	2,236				
하이닉스 유지 CAPEX 평균	7,535				

출처: 삼성전자, SK하이닉스, SMIC 4팀

도표 2-8. 삼성전자와 SK하이닉스의 공장별 웨이퍼 생산량

삼성전자, SK하이닉스 공장별 웨이퍼 생산량					
(단위: 천 장/월)	P1(17년)	P2(20년)	P3(22년)	P4, S5(24년)	P5(25년)
웨이퍼 생산량	305,000	175,000	230,000	570,000	350,000
평균(P1~P3)	236,666.7				
신규 Capex/ 웨이퍼 생산량(천)	53,785				
(단위: 천 장/월)	M15(18년)	M16(20년)	M15X(25년)		
웨이퍼 생산량	60,000	50,000	30,000		
평균(M15, M16)	55,000				
신규 Capex/ 웨이퍼 생산량(천)	40,663				

출처: 언론 보도 및 각 사 IR 종합, SMIC 4팀

2.4. 반도체 투자는 기초 체력을 다지는 것이 필수.

반도체 투자 증가는
유틸리티 수요로 직결

반도체 CAPEX 및 생산량 증가는 필연적으로 **유틸리티 수요 증가**와 직결된다. 반도체 투자는 보통 '클린룸 → 유틸리티 → 기계장치 → 소재'의 순서로 이루어진다. 이때, 반도체를 생산하는 청정 공간인 클린룸 내부의 생산장비 및 지원시스템이 정상적으로 운전될 수 있도록 돕는 매체로, 전기 공급, 가스 배기, 냉각수 배수 등 종류가 매우 다양하다. 유틸리티는 목적에 따라 다양한 라인이 생성되고, **플랜트 전반에 걸쳐 필요**하기 때문에 Capex 투자의 초입뿐만 아니라 평상시에도 꾸준한 수요가 있는 분야이다. 후술하겠지만, 동사는 유틸리티의 시작부터 끝을 전부 관장하는 회사로, 반도체 수요 회복 및 증가에 따라 **필연적인 수혜**를 볼 기업이다.

기계장치/소재
수요 또한 증가시킴

클린룸과 유틸리티가 마련되었다면, 이제 각 공정별로 **기계장치를 도입**하고, 생산량 증가에 따라 **소재 투입량을 늘릴 차례**이다. 일반적으로 공장 준공 1~2년전부터 기계장비의 계약이 맺어지기 때문에 장비사의 매출은 신규 공장 준공에 앞서 증가한다. 소재의 경우 반도체 생산량에 따라 매출액이 변동한다. 후술하겠지만, 동사는 웨이퍼 평탄화에 필요한 CMP 장비를 제조하는 자회사를 보유하고 있으며, 소재의 경우 유틸리티 소재인 헬륨 가스와 CMP 소재인 슬러리를 공급하는 회사들을 보유하고 있다. 따라서 동사는 반도체 투자 전 과정에서 계속되는 수혜를 볼 것이다.

Point 2. 반도체 투자 증가의 수혜를 받을 동사

전방의 두 반도체 거인이 기지개를 펴고 있는 지금, 무거운 몸을 받치고 있는 동사는 더욱 바빠질 예정이다. 동사의 **본업과 핵심 자회사들**을 살펴보면, 반도체 종합 홀딩스로서의 동사가 가진 매력을 하나씩 따라가보자.

2.5. 케이씨, 이 남자가 돈 버는 법

핵심 자회사들을 하나씩 살펴보기에 앞서, 본 장에서는 각 회사가 현재 다가오고 있는 반도체 시장의 확대와 어떠한 연관성을 바탕으로 **수혜**를 볼 수 있는지 서술하고자 한다.

도표 2-9. 반도체 투자 증가 속 동사 본업 및 핵심 자회사 수혜 구조



출처: SMIC 4팀

(1) CAPEX 증가에 따른 수혜

CAPEX 증가의 수혜
① 가스 배관
케이씨이앤씨

CAPEX 증가에 따라 가장 먼저 수혜를 보는 자회사, 케이씨이앤씨이다. 반도체를 제조하기 위해서는 고순도의 가스가 필요하고, 외부로부터 가스가 들어오기 위해서는 통로가 필요하다. 케이씨이앤씨는 바로 그 통로를 시공한다. 케이씨이앤씨는 높은 **신용평가 등급**, 최상위권의 **시공능력**, 오랜기간 쌓아온 고객사와의 **레퍼런스** 등에서 강점을 지닌 회사다. 현재도 삼성전자와 SK하이닉스 공사에 참여하고 있고, 향후 예정된 공장 증설에도 참여할 전망이다.

CAPEX 증가의 수혜
② 가스공급장치
: 케이씨(별도)

배관이 설치되었다면, 이제 본격적으로 가스를 공급할 차례다. 가스공급장치를 제조업, 바로 사업주회사로서 동사가 영위하는 본업이다. 동사의 가스공급장치 시장점유율은 원익홀딩스와 같은 **40%**로, 이 둘이 **과점** 시장을 형성하고 있다. 가스를 다루는 업의 특성상 **안전성이 굉장히 중요**하기 때문에 기존 납품해왔던 업체를 선호하는 경향이 있다. 신규 업체를 받아들일 만한 혁신 장비가 나오지 않는 이상, **기존의 과점 체제는 유지될** 것이다.

CAPEX 증가의 수혜
③ 스크러버
: 케이씨이노베이션

가스의 사용이 끝났다면, 폐가스가 정화되어 나갈 곳이 필요하다. 유해 가스와 불순물을 걸러내어 가스를 배출하는 스크러버 장비를 공급하는 회사, 케이씨이노베이션이다. HBM의 등장으로 공정 과정에서 발생하는 **유해 가스**의 양은 증가했고, 이를 **제거**하는 스크러버에 대한 수요가 늘고 있다. 환경 파괴를 막으려는 규제는 스크러버 수요를 부추기는 또다른 요인이다.

(2) 생산량 증가에 따른 수혜

생산량 증가의 수혜
: 케이씨인더스트리얼

공장이 지어졌다면, 이제 본격적인 생산을 시작할 차례이다. 케이씨인더스트리얼은 헬륨 가스 제조업이 주사업인 회사로, 헬륨은 반도체 제조 공정에 반드시 필요한 가스이다. 따라서 반도체 공장의 **가동률이 올라가면 헬륨**에 대한 수요도 자연스럽게 올라간다. 헬륨 생산은 미국과 카타르가 75%를 차지하는 만큼 희귀하고, 정제나 보관 방법 등의 기술적 **진입장벽**이 있다. 이러한 진입장벽 속에서, 케이씨인더스트리얼을 국산화된 자체 장비와 기술력을 갖춘 준비된 기업이다.

(3) CAPEX 증가와 생산량 증가의 동시 수혜

CAPEX 및 생산량 증가의 수혜 : 케이씨텍

반도체 CAPEX와 생산량 증가의 수혜를 동시에 누리는 회사, 케이씨텍이다. 케이씨텍은 국내 유일의 반도체용 CMP 장비 보유 기업으로 국산화의 수요를 독차지한다. 한편, 10년간 CMP 슬러리 특허 개수 1위를 차지한 만큼 CMP 소재에서도 우위가 있는 기업이다. CAPEX 증가는 장비 매출에, 반도체 생산량 증가는 소재 매출에 연동되어 케이씨텍의 매출 상승을 이끈다. 이에 더해, 반도체 고단화 및 미세화 트렌드는 케이씨텍의 수혜를 더욱 끌어올리는 요인으로 작동한다.

동사의 각 자회사가 반도체 CAPEX 증가 및 생산량 증가와 연관됨을 확인하였다. 이제 중요도(영업이익 비중) 순으로 각사를 뜯어보며 동사가 구축한 제국의 위력을 확인해보자.

2.6. 케이씨의 본업

시장점유율 1위(40%)

케이씨의 본업은 반도체 유틸리티 장치 제조업이며, 주력 제품은 반도체 가스공급장치이다. 국내 가스공급장치는 3개 기업이 과점하고 있는데, 케이씨와 원익홀딩스가 각각 40%를, 버숨머트리얼즈한양기공이 나머지를 차지하고 있다. 가스공급장치는 반도체 제조 공정에서 사용되는 특수 가스를 조절 및 공급하는 설비로 공정상 요구되는 압력으로 안전하게 공급하는 것이 핵심이다.

공정 곳곳에 쓰이는 가스공급장치

반도체 제조가 활발해지면 가스에 대한 수요가 많아지고, 이에 따라 가스공급장치의 신규 수요와 교체수요 모두 증가할 것이다. 가스공급장치는 반도체 유틸리티 장비로, 반도체 공정 곳곳에 쓰이는 필수 장비이기 때문이다. 몇 가지 예시를 들면 다음과 같다. 삼불화질소는 세정 공정에, 크립톤과 제논은 식각 공정에, 트리메틸실란은 증착 공정에, 포르핀과 아르신은 이온주입 공정에 쓰인다. 이러한 과정에서 가스공급장치로 적절한 압력으로 가스의 양을 조절하여 공급한다.

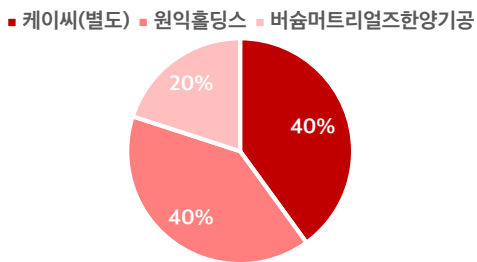
기술적 노하우 필요

가스공급장치는 원료 가스의 특성에 따라 각각의 공정에 맞게 사용해야 하기 때문에 기술적 노하우를 필요로 한다. 원료 가스는 독성, 부식성, 가연성, 폭발성, 질식성 등으로 다양하게 나뉘는데, 대부분 용기 내 고압 또는 저압으로 충전되어 있다. 오염을 방지하기 위해서 밀폐성의 범위가 적정 수준 이상을 유지해야 하고, 가스공급장치가 극소량의 입자를 분사할 때도 적정량에 맞게 통제되어야 한다. 내부 구성 부품의 재료와 시스템 운용 방법 등 많은 주의를 기울여야 한다.

레퍼런스라는 가장 높은 진입장벽

가스공급장치는 레퍼런스가 가장 높은 진입장벽으로 작용한다. 가스를 다루는 업의 특성상 안전성과 기능성 측면에서 신뢰도를 확보하는 것이 중요하다. 87년 반도체 장비 무역회사에서 시작한 케이씨는 국산화의 필요성을 느끼고 91년부터 장비를 개발하여 납품해왔다. 30여 년 이상의 납품 이력은 단순한 기술력 그 이상의 진입장벽으로 작용하여 현재의 독보적인 입지를 구축했다. 현재도 삼성전자와 SK하이닉스의 물량 설비를 받고 있는 만큼 고객사 레퍼런스나 경험은 미래에 더 많이 쌓일 것이고, 더 단단한 진입장벽이 되어 동사의 입지를 지켜줄 것이다.

도표 2-10. 국내 반도체 가스공급장치 점유율



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 2-11. 반도체 공정 중 가스공급장치가 사용되는 공정



출처: 언론 종합, SMIC 4팀

2.7. 케이씨인더스트리얼

전술했듯 반도체 제조에는 특수한 가스가 필요하다. 동사는 특수 가스 중 하나인 헬륨을 공급하는 업체로, **국산화된 자체 장비와 기술력**을 갖추었다. 나아가 반도체와 이차전지를 운반하는 컨베이어 벨트인 LSM을 개조 및 판매하는 알짜배기 사업 또한 영위한다.

(1) 반도체 제조에 필수적인 헬륨의 정제 사업

헬륨은 필수

헬륨이 반도체 제조 공정에 반드시 필요한 가스인 만큼 반도체 제조가 활발해지면 헬륨에 대한 수요도 증가할 것이다. 헬륨은 비인화성 기체로, 안전하고, 어는 점이 영하 272도로 낮다는 특성이 있어 반도체 **공정에 필수적으로 사용**되는 소재이다. 헬륨은 주로 반도체 노광과 증착 과정에 고온의 실리콘 웨이퍼를 식히는 냉각제로 쓰인다. 또한, 반도체에 필요한 물질을 고온으로 가열해 이온화된 기체 상태로 만들고, 이를 웨이퍼 기판에 균일하게 도포하도록 돕는다.

카타르에서 수입하여 국산화된 장비로 정제

헬륨을 생산하는 국가는 전세계적으로 많지 않고, 정제나 보관 방법 등의 기술적인 부분이 진입 장벽으로 작용한다. 헬륨은 주로 천연가스에서 생산되고, **미국과 카타르가 전체의 75%**를 차지한다. 케이씨인더스트리얼은 **대부분의 헬륨을 카타르에서 수입**한다. 이는 카타르 헬륨이 더 저렴하기 때문인데, 24년 수출입데이터로 추정한 결과 미국이 18% 더 비싸다. 한편, 헬륨 공급은 고압의 상태에서 시원하고 건조한 밀폐 상태를 유지하는 기술력을 필요로 하고, 동사는 일본 기술을 토대로 **국산화된 자체 장비와 기술력**을 갖추었다.

헬륨의 프레온 대체

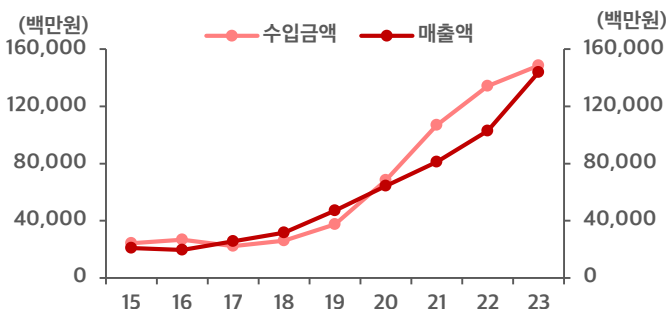
헬륨은 다른 가스를 대체해갈 수 있다는 점에서 장기적으로도 **케이씨인더스트리얼의 수혜**는 지속될 것이다. 반도체를 냉각하는 필수 장치인 ‘칠러’에는 프레온 가스가 사용되어왔다. 그러나 프레온은 오존층 파괴 물질로, 몬트리올 의정서에 따르면 45년까지 배출을 80% 줄여야 한다. 이러한 상황 속에서 최근 ‘차고엔지니어링’ 기업은 프레온을 **헬륨 가스로 대체한 냉각장치를 개발**했다. 환경 친화적인 동시에 국산제품이라는 점으로 보아, 빠른 상용화가 기대된다. 실제로 24년 제품 출시를 목표로 하고 있고, 헬륨 칠러가 상용화된다면 헬륨 수요는 더욱 증가할 것이다.

(2) 반도체와 배터리를 운반하는 LSM 사업

배터리 운반 사업

케이씨인더스트리얼의 핵심 사업은 헬륨 가스 제조/공급업이지만, 또 다른 알짜배기 사업으로 **LSM 개조 및 판매업**이 있다. 케이씨인더스트리얼은 MagneMotion사의 LSM을 수입해 와 고객사의 요구에 맞게 개조한 후 이를 판매한다. LSM은 주로 반도체와 배터리를 옮기는 데에 쓰이는 컨베이어 벨트와 비슷한 장치로, 단순히 물리적으로 옮기는 것이 아니라 오염되지 않게 자기장으로 띄운 상태에서 다음 공정으로 옮긴다. 케이씨인더스트리얼의 LSM은 **직선 구동력을 직접 발생시키는 장점**이 있어 스크류, 체인, 기어 시스템 등의 기계적인 변환 장치가 필요하지 않다.

도표 2-12. 카타르 헬륨 수입금액과 케이씨인더스트리얼 매출액



출처: TRASS, SMIC 4팀

도표 2-13. 미국과 카타르의 헬륨 수입

기간	국가	수입중량(kg)	수입금액(천\$)	kg당 금액(천\$)
2024.04	미국	87	12,540	144
2024.03	미국	57	7,714	136
2024.02	미국	29	3,706	127
2024.01	미국	67	8,059	120
기간	국가	수입중량(kg)	수입금액(천\$)	kg당 금액(천\$)
2024.04	카타르	135	15,174	113
2024.03	카타르	97	9,676	99
2024.02	카타르	158	18,594	118
2024.01	카타르	115	13,693	119

출처: TRASS, SMIC 4팀

2.8. 케이씨이앤씨

반도체 기계설비 업체를 선정할 때는 기술력은 물론, 재무상태와 레퍼런스를 가장 중요하게 평가한다. 케이씨이앤씨는 안정적인 재무상태와 고객사와의 충분한 레퍼런스를 갖추었다.

신용평가등급
5년간 A+

케이씨이앤씨는 신용평가 등급을 5년간 A+를 유지했다. 설비 공사 업체는 회사의 재무 상태를 알려주는 신용등급이 중요하다. 반도체 설비 공사는 통상적으로 2년간 진행되는데, 2년 사이에 망할 위험이 있는 기업을 골라서는 안 된다. 또한, 공사기간 동안 설계 변경이나 선행 공정의 지연, 설계 비용 추가 등의 정산 이슈가 발생할 때 재무적으로 감당할 능력이 있어야 한다.

시공능력평가
상위 1% 수준

케이씨이앤씨는 시공능력평가도 상위 1% 수준의 최상위권에 해당한다. 케이씨이앤씨는 기계설비 기업 8713개 중 17위, 가스 시설 기업 1449개 중 6위를 차지했으며, 건축시공능력은 9865개 중 5위에 해당한다. 시공능력평가는 과거 공사의 품질과 비용, 납기 등 공사 전반에 대한 평가가 이루어진다. 고객사가 설비 업체를 선정할 때 가장 중요하게 고려하는 지표 중 하나다. 반도체 설비 공사는 오랜 기간에 걸쳐 이루어지는 만큼 고객사와의 소통과 신뢰가 매우 중요하다.

23년 가스시설공사
전국 1위 차지

대한기계설비건설협회에 따르면, 케이씨이앤씨의 23년 가스시설공사 시공능력금액은 약 3581억 원으로 전국 1위를 차지했다. 23년 기계설비·가스공사업 기준 시공능력금액은 약 4096억 원으로 6위를 차지했다. 시공능력금액이란 공사실적평가액과 경영평가액과 기술능력평가액과 신인도 평가액의 합으로, 케이씨이앤씨는 최근 3년 내내 가스시설공사와 기계설비·가스공사업 부문에서 10위권 안에 들며 우수한 시공능력을 입증하였다.

삼성전자와의
오랜 레퍼런스

케이씨이앤씨는 삼성전자는 든든한 고객사를 전방에 두고, 오랜 기간 레퍼런스를 쌓아왔다. 삼성전자가 평택캠퍼스에 15년에서 17년 P1라인, 18년에서 20년 P2라인을 증설하는 동안 케이씨이앤씨는 수주를 받아왔다. 평택P3-PH4 배관축업 시공 공사와 평택 P4 Ph1 마감공사, 평택P4 Ph1 마감공사 중 Ph1 일반배관 6공구 등 현재까지도 삼성전자의 설비 증설에 참여하고 있다.

SK하이닉스와의
오랜 레퍼런스

매출의 60%가 삼성전자향이라면, SK하이닉스는 30%로 삼성전자 못지 않게 든든한 고객사로 자리잡고 있다. 15년 SK하이닉스 이천 M14 프로젝트 Ph1 배관공사와 M11 1Q 투자장비 H/U공사 등에 참여하며, 이후로도 SK하이닉스의 증설 계획에 맞춰서 시공에 참여해왔다. 현재에도 M15 이설장비 배관 H/U공사와 M11 이설장비 배관 철거공사 등 SK하이닉스의 증설에 참여하고 있다.

도표 2-14. 케이씨이앤씨의 국민연금 가입 사업장 내역

사업장명	사업장도령상세주소	적용일자	가입자수	추정 인건비
주식회사케이씨이앤씨/일용/22년 소방설비 소방전기 및 프로그램유지보수위탁계약	충청남도 아산시 탕정면 삼성로	2022-06-10	26	75
주식회사케이씨이앤씨/일용/SDR 소방설비공사(1공구)	경기도 용인시 기흥구 삼성로	2022-08-24	416	2,268
(주)케이씨이앤씨(일용)2023년 일반배관/덕트 유지보수	경기도 평택시 삼성로	2023-02-01	8	41
주식회사케이씨이앤씨-(일용)2023년 화성 일반배관/덕트 유지보수	경기도 화성시 삼성전자로	2023-02-01	11	41
주식회사케이씨이앤씨/일용/평택 P4 Ph1 마감공사 Ph1 GAS/PCW 2공구	경기도 평택시 고덕면 효덕새싹길	2023-08-01	206	847
주식회사케이씨이앤씨/일용/평택P4 Ph1 마감공사 중 Ph1 일반배관 6공구	경기도 평택시 청북읍 드림산단2로	2023-08-02	412	2,104
주식회사케이씨이앤씨/일용/아산FAB마감공사A6-IT PJT Gas&PCW 2공구기계설비공사	충청남도 아산시 탕정면 용머리길	2023-07-24	109	338
(주)케이씨이앤씨/일용/평택 P4 Ph1 마감공사 ph1 GAS 1공구	경기도 평택시 고덕면 효덕새싹길	2023-08-01	346	1,670
(주)케이씨이앤씨/일용/평택P4 Ph1 마감공사 중 Ph1 Chemical 1공구	경기도 평택시 청북읍 드림산단2로	2023-08-02	278	1,018
주식회사케이씨이앤씨/일용/아산2팩터스 주차장 소방설비공사	충청남도 아산시 탕정면 탕정로	2023-04-19	16	58
(주)케이씨이앤씨/일용/평택P3-PH4 배관축업 시공 공사	경기도 평택시 삼성로	2023-06-20	54	146
주식회사케이씨이앤씨/일용/평택 사무3동 신축공사 소방공사(기계)	경기도 평택시 삼성로	2023-12-15	57	249
주식회사케이씨이앤씨/일용/DSR LP Air compressor 증설 공사	경기도 화성시 삼성전자로	2024-01-01	8	26
주식회사케이씨이앤씨/일용/24~25년 기흥/화성/평택 배관축업 유지보수	경기도 평택시 삼성로	2024-01-01	49	134
주식회사케이씨이앤씨(상용)23년4QM15이설장비배관Hookup공사_CLN(TEL) ETCH(LAMFlex)	충청북도 청주시 흥덕구 대신로	2023-10-20	30	123
주식회사케이씨이앤씨(상용)24년 1Q M11 이설장비 배관 철거공사_CLN MI	충청북도 청주시 흥덕구 대신로	2024-01-26	12	57

출처: 공공데이터포털, SMIC 4팀

2.9. 케이씨이노베이션

스크러버는 반도체 산업 장려 정책과 환경 오염 규제 정책 모두의 수혜를 볼 수 있는 장비이다. 반도체뿐만 아니라 매우 다양한 산업에서 사용되는 높은 확장성은 스크러버의 또 다른 매력이다.

HBM으로 인해 스크러버 중요도↑

기존의 반도체 공정에서도 스크러버가 중요했지만, HBM으로 인해 스크러버 장비의 중요도가 더 올라갔다. HBM 제조 과정에 필수적인 TSV(Through-Silicon Via) 공정은 미세한 구멍을 통한 칩 간 직접 전기 연결을 가능하게 하는 것으로, 이 과정에서 더 많이 발생하게 된 유해 가스 및 화학 증기를 제거하는 데 스크러버가 효과적이다. 이처럼 스크러버는 반도체 공정에서 발생할 수 있는 환경적 영향을 최소화하고, 제조 공정의 안전성을 확보하는 데 결정적인 역할을 한다.

Heat&Wet 스크러버의 선발주자

케이씨이노베이션은 Wet 스크러버에 가열 단계를 추가하여 공정 효율을 높인 Heat&Wet 스크러버의 선발 주자이다. 초기 한국의 반도체 공정에서 사용되던 스크러버는 수용성 가스를 수처리해서 처리하는 Wet 스크러버가 대부분이었다. Heat&Wet 스크러버에 추가된 가열 과정은 오염 물질을 더욱 활성화시켜 Wet 스크러버에서의 제거 효율을 높일 수 있다. 특히 점성이 높거나 반응성이 낮은 오염 물질을 처리하는 데 유리하다.

어느 상황에서도 이노베이션은 수혜

현재 반도체 산업 정책과 환경 규제가 대립되는 상황에서, 케이씨이노베이션은 어느 상황에서도 수혜를 입는다. 미국의 경우, 특정 화학물 제한이라는 환경 규제와 글로벌 경쟁력 강화를 위한 특정 화학물 사용 연장 요청이라는 산업 정책이 대립된다. 한국의 경우, 스크러버에 온도계를 부착해야 하는 대기환경보전법과 온도계 설치 의무 면제라는 정부의 발표가 충돌한다.

각각의 상황에 따른 수혜 시나리오

먼저, 환경 규제가 강화된다면, 엄격한 오염물 배출 기준을 충족하기 위해 고성능 스크러버로의 전환 필요성 증가에 따른 교체 시장의 확대가 예상된다. 환경 친화적 제품에 대한 수요 증가로 신기술 개발이 촉진되고, 선진국에서의 환경 규제 충족을 위한 수출 기회도 증가할 수 있다. 한편, 산업 정책이 강화된다면, 반도체 제조업체는 정부 지원의 확대로 행정적 부담이 줄고 기술 개발이 활발해질 것이다. 반도체 생산 증가에 따른 스크러버 수요의 증가도 함께 예상된다.

다양한 분야에서 사용되는 스크러버

스크러버의 뛰어난 확장성은 매출의 상방에 대한 가능성을 열어준다. 실제로 스크러버는 반도체 외의 다양한 분야에서도 사용된다. 화학공장, 발전소, 제철소 등의 대규모 산업 시설뿐만 아니라 선박 산업, 산업 폐기물 처리 시설, 태양광 등이 그 예이다. 이와 같이 스크러버는 다양한 산업 분야에서 환경 보호와 지속 가능한 운영을 지원하는 핵심 장비로 자리잡고 있다.

도표 2-15. 환경규제가 강화될 때 예상되는 수혜 내용

상황	예상되는 수혜 내용
환경규제가 강화될 경우	환경 규제 강화에 따른 첨단 스크러버 기술 수요 증가
	엄격한 배출 기준 충족을 위한 고성능 스크러버로의 기술 전환 필요성 증가
	스크러버 성능 개선 및 교체 시장의 확대
	환경친화적인 제품에 대한 인센티브 제공으로 신기술 개발 촉진
	선진국 시장에서의 환경 규제 충족을 위한 수출 기회 증가

출처: SMIC 4팀

도표 2-16. 산업정책이 강화될 때 예상되는 수혜 내용

상황	예상되는 수혜 내용
산업 정책이 강화될 경우	정부 지원 확대에 따라 스크러버 기술 개발에 대한 연구 및 개발비 지원 증가
	반도체 생산량 증가로 인한 스크러버 수요 증가
	신규 반도체 공장 설립 시 스크러버 설치 필수화로 인한 신규 시장 창출
	정부의 정책적 금융 지원으로 스크러버 제조업체의 자금 조달 용이성 증가
	국제 반도체 시장 확대에 따른 수출 기회 확장

출처: SMIC 4팀

2.10. 케이씨텍

케이씨텍의 주력 제품은 **CMP 공정**에 쓰이는 장비 및 소재(슬러리)이다. 이러한 CMP 공정은 반도체의 고선단화 흐름 속에서 점점 더 중요해지고 있다. 이러한 수혜는 국내에서 유일하게 장비를 국산화하는 데 성공하고, 다양한 슬러리를 보유한 케이씨텍에게 온전히 내려올 예정이다.

(1) 점점 더 중요해지는 CMP 공정

[산업 & 기업분석]에서 전술했듯, CMP 공정은 반도체 칩을 만드는 데 **필수적인** 기초 공사이자. 표면을 평평하게 해주는 CMP 공정이 없다면 웨이퍼 표면에 굴곡이 발생해 전기 신호가 원활히 흐르지 못하기에, 수율이 생명인 반도체 업체들에게 해당 공정은 필수적인 것이다. 여기에 더불어 반도체의 **고성능화와 미세화** 트렌드에 따라 이러한 CMP 공정의 중요성은 배가되고 있다. 반도체 칩의 성능이 고도화될수록 웨이퍼 위에 더 많은 층이 증착되고, CMP 공정 횟수 자체가 증가한다. 또한 회로의 미세화 속에서 정밀한 작업을 할 수 있는 더 높은 기술력이 요구되고 있다.

반도체의 고성능화와 미세화, CMP 중요성 증가

실제 CMP 공정은 **NAND와 HBM**에서 모두 그 중요성이 증가하고 있다. 기존 NAND의 경우 평균 9회의 CMP 공정이 필요했다면, 여러 웨이퍼 층에 트랜지스터를 쌓는 **3D낸드**는 평균 19회가 필요하다. 한편, 32단 NAND에서는 14회, 64단에서는 32회 정도의 CMP 공정이 필요하다. 한편 HBM은 D램을 수직으로 쌓아 올리는 특성상 표면을 평탄화하여 칩의 두께를 최소화하는 CMP 공정이 더욱 중요하다. HBM은 8단에서 12단, 16단으로 적층 단수를 높여가는 기초를 보이고 있고, CMP 공정 횟수도 자연스럽게 증가한다. 즉 메모리 반도체의 고단화가 진행될수록, CMP 공정의 횟수가 더 늘어나게 되는 것이다.

NAND와 HBM에서 모두 중요

(2) CMP 장비/소재 전문 동사의 수혜

우선 **CMP 장비**의 측면에서, 케이씨텍은 **국내 유일**의 CMP 장비 제조사이고, 전술한 흐름의 수혜를 온전히 입을 수 있다. 현재 미국 AMAT과 일본 EBARA의 CMP 장비를 **국산화**하는 데 성공한 케이씨텍은 삼성전자와 SK하이닉스의 국산화 니즈와 맞물려 안정적으로 공급하고 있다.

CMP 장비 : 국내 유일 국산화 성공

한편 **CMP 소재인 CMP 슬러리** 측면에서 보면, 케이씨텍은 10년간 CMP 슬러리 **특허 개수 1위**를 차지한 기업이다. SK하이닉스와 공동 개발로 일본 히타치케미칼과 아사히케미칼 제품을 국산화하고, 삼성전자와 SK하이닉스 등 주요 반도체 제조사에 공급하고 있다. 더불어 CMP 슬러리는 크게 산화물과 금속용으로 나뉘는데, 산화물 CMP용 슬러리에는 세리아(CeO2)가, 금속 CMP용 슬러리에는 실리카(SiO2)가 사용된다. 중저가 세리아 판매에 국한했던 과거를 벗어나, 금속 계열을 포함한 **고사양 슬러리**를 개발해 포트폴리오의 퀄리티까지 증가해나가고 있다.

CMP 슬러리 : 특허 개수 1위, 고사양 슬러리 개발

도표 2-17. 반도체 미세화에 따른 CMP 공정 횟수 증가

Node Technology	Memory			NAND	
	3Xnm	2Xnm	1Xnm	2X-1Xnm Planar	3D 32-36L
16					Cu (X)
15					W via (X)
14					W
13					Cu (X)
12					W (X)
11					W (X)
10					HM (X)
9					W (X)
8					ILD4
7					ILD3
6					ILD2
5					ILD
4					W
3					HM Buff (X)
2					W
1					W
# CMP Layer	10	14	17	10	14-26
Node Technology	3Xnm	2Xnm	1Xnm	2X-1Xnm Planar	3D 32-36L
					3D 48-64L

출처: DOW, SMIC 4팀

도표 2-18. CMP 슬러리 주요 출원인 출원동향

(단위: 건)	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	계	점유율
케이씨텍	4	1	4	23	28	12	29	13	24	26	164	16.3%
후지미	9	0	17	21	18	12	22	9	6	10	124	12.4%
히타치	10	11	16	3	12	7	4	3	7	12	85	8.5%
캐보트	5	2	4	5	8	12	23	11	8	5	83	8.3%
삼성	5	8	6	5	2	7	11	7	8	11	70	7.0%
룸앤하스	5	2	10	7	1	5	3	8	1	17	59	5.9%
솔브레인	5	5	2	0	0	3	10	9	9	10	53	5.3%
바스프	1	6	14	8	5	7	7	2	1	1	52	5.2%
LG	13	6	3	2	1	0	0	0	0	0	25	2.5%
후지필름	3	1	3	1	0	0	3	0	6	5	22	2.2%

* 삼성은 삼성전자, 삼성에스디아이, 삼성디스플레이 합산

출처: 특허청, SMIC 4팀

매출 추정

상기 투자포인트를 종합하여, 도출한 케이씨와 케이씨텍의 매출 추정 테이블은 다음과 같다.

케이씨 최종 매출 추정 Table								
(단위 : 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
전체 매출액	511,909	576,366	553,763	857,974	727,022	203,183	766,721	829,596
YoY(%)	-2.7%	12.6%	-3.9%	54.9%	-15.3%	10.5%	5.5%	8.2%
케이씨(별도)	133,305	155,806	164,498	211,779	167,534	33,003	193,007	213,558
% of Sales	26.04%	27.03%	29.71%	24.68%	23.04%	16.24%	25.17%	25.74%
YoY(%)	-7.58%	16.88%	5.58%	28.74%	-20.89%	-32.97%	15.20%	10.65%
(주)케이씨이앤씨	245,489	276,018	232,781	455,004	349,831	117,727	363,195	401,867
% of Sales	47.96%	47.89%	42.04%	53.03%	48.12%	57.94%	47.37%	48.44%
YoY(%)	-6.91%	12.44%	-15.66%	95.46%	-23.11%	38.36%	3.82%	10.65%
(주)케이씨인더스트리얼	47,188	64,425	81,128	102,983	143,821	32,124	153,868	153,868
% of Sales	9.22%	11.18%	14.65%	12.00%	19.78%	15.81%	20.07%	18.55%
YoY(%)	48.91%	36.53%	25.93%	26.94%	39.66%	-5.44%	6.99%	0.00%
(주)케이씨이노베이션	85,541	90,216	76,223	77,685	46,820	15,064	44,110	46,298
% of Sales	16.71%	15.65%	13.76%	9.05%	6.44%	7.41%	5.75%	5.58%
YoY(%)	0.68%	5.47%	-15.51%	1.92%	-39.73%	75.43%	-5.79%	4.96%
기타(내부거래 차감)	387	(10,099)	(866)	10,524	19,016	5,265	12,541	14,005
% of Sales	0.08%	-1.75%	-0.16%	1.23%	2.62%	2.59%	1.64%	1.69%
YoY(%)	-73.48%	-2708.03%	-91.42%	-1314.50%	80.70%	-	-34.05%	11.67%

케이씨텍 최종 매출 추정 Table								
(단위 : 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
케이씨텍 합계	265,327	319,895	344,546	378,193	286,910	91,602	341,766	371,845
YoY(%)	-25.7%	20.6%	7.7%	9.8%	-24.1%	46.5%	19.1%	8.8%
반도체 장비	62,932	117,136	135,257	150,700	63,390	35,025	115,960	128,308
% of Sales	23.72%	36.6%	39.3%	39.8%	22.1%	38.2%	33.9%	34.5%
YoY(%)	-43.5%	86.13%	15.5%	11.4%	-57.9%	188.1%	82.9%	10.6%
반도체 소재 (슬러리)	92,225	103,551	122,973	150,682	133,309	34,478	140,255	157,987
% of Sales	34.76%	32.4%	35.7%	39.8%	46.5%	37.6%	41.0%	42.5%
YoY(%)	-7.3%	12.28%	18.76%	22.53%	-11.53%	0.7%	5.2%	12.6%
디스플레이 장비	93,353	79,722	67,365	57,584	72,092	16,761	67,097	67,097
% of Sales	35.18%	24.9%	19.6%	15.2%	25.1%	18.3%	19.6%	18.0%
YoY(%)	-34.61%	-14.60%	-15.50%	-14.52%	25.20%	34.4%	-6.9%	0.0%
디스플레이 소재	16,337	18,961	18,269	18,467	18,117	5,338	18,453	18,453
% of Sales	6.16%	5.9%	5.3%	4.9%	6.3%	5.8%	5.4%	5.0%
YoY(%)	404.8%	16.06%	-3.65%	1.08%	-1.89%	45.1%	1.9%	0.0%
기타	480	525	683	761	-	-	-	-
% of Sales	0.18%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	-	-
YoY(%)	52.5%	9.39%	30.2%	11.4%	-100.0%	-	-	-

3.1. 케이씨(별도) 매출 추정

케이씨(별도)의 매출은 전방의 수요를 보여줄 수 있는 삼성전자와 SK하이닉스의 기계장비 Capex와 연동시켜 추정했다. 삼성전자와 SK하이닉스의 기계장비 Capex 추정논리는 투자포인트 2.3.에 전술한 방법을 사용했다.

케이씨(별도) 매출 추정 Table								
(단위 : 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
케이씨(별도) 매출	133,305	155,806	164,498	211,779	167,534	33,003	193,007	213,558
% of Sales	26.04%	27.03%	29.71%	24.68%	23.04%	16.24%	25.11%	25.74%
YoY(%)	-7.58%	16.88%	5.58%	28.74%	-20.89%	0.00%	15.20%	10.65%
별도 매출 / 기계장치 Capex	0.609%	0.386%	0.303%	0.446%	0.434%	-	0.436%	0.436%
SEC&Hynix 기계장치 Capex 합계	21,898,465	40,319,726	54,236,027	47,461,147	38,582,201	-	44,289,825	49,005,731

19년부터 23년까지의 (케이씨(별도) 매출/기계장치 Capex)의 평균값인 0.436%를 추정된 기계장치 Capex에 곱해주는 방식으로 케이씨(별도)의 매출을 추정했다. 삼성전자와 SK하이닉스가 고가의 제품인 EUV를 다량 구매하는 등, 신공정 과정을 도입했던 21년과 22년을 제외하면, 케이씨(별도) 매출이 Capex와 동행한다는 사실을 고려했다.

3.2. 케이씨인더스트리얼 매출 추정

헬륨 가스 중개와 2차전지용 LSM을 판매하는 케이씨인더스트리얼의 매출은 헬륨과 LSM 및 기타 매출을 나누어 추정했다. 공시자료에 헬륨과 그 외 매출이 나뉘져 있지 않기에, 케이씨인더스트리얼 매출과 카타르산 헬륨 수입가격이 0.98($P < 0.0003$)이라는 높은 상관관계를 지니고 있다는 점을 바탕으로, 22년 이전의 헬륨 매출은 카타르산 헬륨 수입 가격과 연동하여 역산하였다.

케이씨인더스트리얼 매출추정 Table

(단위 : 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
케이씨인더스트리얼 매출	47,188	64,425	81,128	102,983	143,821	32,124	153,868	153,868
% of Sales	9.22%	11.18%	14.65%	12.00%	19.78%	15.81%	20.01%	18.55%
YoY(%)	48.91%	36.53%	25.93%	26.94%	39.66%	-5.44%	6.99%	0.00%
헬륨	36,307	48,696	46,148	50,906	64,720		74,766	74,766
YoY(%)		34.12%	-5.23%	10.31%	27.14%		15.52%	0.00%
LSM 및 기타	10,881	15,728	34,980	52,077	79,102		79,102	79,102
YoY(%)		44.54%	122.40%	48.88%	51.89%		0.00%	0.00%

그 후, 24년과 25년의 헬륨 매출은 헬륨 가격 성장률 예측치를 반영하여 추정하였다. 25년의 헬륨 가격은 국제적인 쇼티지 상황을 반영하여, 보수적으로 24년의 가격과 동일한 수치를 반영하였다. 현재 헬륨은 국제적인 쇼티지 상황으로, 24년 국내 카타르산 헬륨 수입 가격은 19년의 2배 수준이다. 러우전쟁으로 러시아산 헬륨이 끊김과 더불어, 미국 정부가 보관 시설의 문제로 헬륨 비축량을 대량 매각한 것이, 헬륨의 쇼티지를 지속시키고 있다. 이에 따라, 헬륨의 공급 우위가 빠르게 해결되지 않을 것이라고 판단, 25년에도 24년의 가격을 보수적으로 적용했다. 헬륨 수입 추이는 [Appx.12.]에 별첨하였다.

LSM 및 기타 매출은 반도체 CAPEX가 감소하고 2차전지의 업황이 좋지 않았던 23년에도, 꾸준한 매출 성장을 이뤄내었다는 점에서 성장이 기대되나, 보수적 추정을 위해 flat하게 추정하였다.

3.3. 케이씨이앤씨 매출 추정

반도체용 공장에서 사용되는 배관을 설치하는 케이씨이앤씨 또한 전방인 반도체 기계장치 Capex를 이용해 추정해주었다. 추정 논리는 3.1 케이씨(별도) 매출 추정과 동일하며, 19년부터 (케이씨이앤씨 매출/기계장치 Capex)의 평균값인 0.820%를 곱해줬으며, 결과는 다음과 같다.

케이씨이앤씨 매출 추정 Table

(단위 : 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
케이씨이앤씨	245,489	276,018	232,781	455,004	349,831	117,727	363,195	401,867
% of Sales	48.0%	47.9%	42.0%	53.0%	48.1%	57.9%	47.2%	48.4%
YoY(%)	-6.9%	12.4%	-15.7%	95.5%	-23.1%	38.4%	3.8%	10.6%
케이씨이앤씨 매출 / 기계장치 Capex	1.12%	0.68%	0.43%	0.96%	0.91%		0.82%	0.82%
SEC&Hynix 기계장치 Capex 합계	21,898,465	40,319,726	54,236,027	47,461,147	38,582,201		44,289,825	49,005,731

3.4. 케이씨이노베이션 매출 추정

케이씨이노베이션은 상이한 전방을 보유하고 있는 반도체용 장비(Purifier, Scrubber)와 디스플레이용 장비(IR Oven)으로 나눈 후, 각자의 전방 Capex에 연동시켜 추정했다. 반도체 기계장치 Capex는 반도체 매출의 60%를 차지하는 SK하이닉스의 Capex 값을 사용했다.

케이씨이노베이션 매출추정

(단위 : 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
케이씨이노베이션 매출	85,541	90,216	76,223	77,685	46,820	44,110	46,298
% of Sales	16.7%	15.7%	13.8%	9.1%	6.4%	7.4%	5.7%
YoY(%)	0.7%	5.5%	-15.5%	1.9%	-39.7%	75.4%	-5.8%
반도체항 장비	32,485	21,196	39,385	38,731	20,932	24,255	28,182
반도체항 장비/Hynix Capex	0.285%	0.286%	0.380%	0.235%	0.424%	0.322%	0.322%
Hynix Capex	11,410,265	7,412,026	10,373,227	16,451,047	4,940,501	7,535,102	8,755,002
IR Oven	53,056	69,020	36,838	38,954	25,888	19,855	18,117
LGD Capex	6,958,793	4,984,430	1,784,733	1,732,712	3,963,010	2,829,219	2,829,219
BOE Capex	47,742	54,521	49,416	44,215	36,098	29,398	24,808
국내 매출				10,877	12,213	8,719	8,719
중국향 매출				28,077	13,674	11,136	9,397

* 상기 Capex는 모두 기계장치 Capex만을 의미

반도체항 장비 매출은 19년부터 23년까지의 (반도체항 장비 매출/Hynix Capex)의 평균값인 0.322%를 예상 Capex에 적용시켰다. 디스플레이항 장비인 IR Oven은 23년 기준 매출의 53%가 중국에서 일어남에 따라, 국내 전방사인 LGD와 중국 전방사인 BOE의 기계장치 Capex를 추정하여 활용했다. 구체적인 LGD와 BOE Capex의 변동 및 추정 과정은 [Appx.13]에 별첨하였다.

LGD의 예상 Capex는 24년과 25년에 증설계획이 없다는 점을 반영하여, 증설이 없었던 18, 20, 21, 22년도의 평균 capex를 사용했다. BOE capex는 17년부터 일어났던 Capa 증축 데이터를 바탕으로 추정했다. Capa 증설을 진행하지 않은 20년, 22년, 23년의 Capex 평균을 유지 Capex, Capa 증설을 진행한 17년, 18년, 19년, 21년의 Capex 평균에서 유지 Capex를 제한 값을 신규 Capex로 추정했다. 그 후, 24년과 25년에 증설되는 라인의 규모를 반영해서 신규 Capex의 평균을 증설 규모에 맞게 곱하여, BOE의 예상 Capex를 계산하였다.

국내 매출액과 중국향 매출액 데이터가 22년부터 있다는 점을 고려하여, 보수적으로 22년과 23년의 LGD Capex/국내 매출과 BOE Capex/중국향 매출의 최솟값을 예상 Capex에 적용시켰다. 24년과 25년 국내 매출에는 최솟값인 LGD 예상 Capex에 최솟값인 0.003을, 중국향 매출에는 0.379를 곱하여 적용시하였다.

3.5. 기타 매출 추정

기타 매출추정 Table

(단위 : 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
기타 합계	387	(10,099)	(866)	10,524	19,016	5,265	14,477	13,945
% of Sales	0.08%	-1.75%	-0.16%	1.23%	2.62%	2.59%	1.88%	1.68%
YoY(%)	-73.48%	-2708.03%	-91.42%	-1314.50%	80.70%		-23.87%	-3.67%
해외 회사	6,495	6,492	8,255	8,567	8,784	2,081	6,662	7,136
KC Precision Equipment Maintenance	3,909	3,681	4,968	5,177	5,299	1,186	4,870	5,255
케이씨텍 매출 대비 비중	1.473%	1.151%	1.442%	1.369%	1.847%	1.295%	1.456%	1.456%
KCINNOVATION CHINA CO., LTD	1,856	2,338	2,879	3,363	3,486	894	1,792	1,881
케이씨이노베이션 매출 대비 비중	2.169%	2.591%	3.778%	4.329%	7.445%	5.936%	4.062%	4.062%
KCTech Taiwan Co., Ltd.	684	314	169	-	-	-	-	-
KPC VIETNAM CO., LTD.	47	159	238	27	-	-	-	-
기타 회사	-	-	-	11,411	20,162	5,764	20,162	20,162
케이씨파츠텍				11,070	18,638	5,764	18,638	18,638
케이씨투자파트너스				341	1,524	-	1,524	1,524
내부거래 차감	(6,108)	(16,591)	(9,122)	(9,454)	(9,930)	(2,580)	(12,347)	(13,353)
% of 별도+핵심 종속회사 Sales	-1.194%	-2.829%	-1.645%	-1.116%	-1.403%	-1.304%	-1.637%	-1.637%

* 내부거래 차감항목은 케이씨투자파트너스 공시 사항과의 괴리를 조정한 값을 자체 반영함

해외 자회사는 각각 케이씨이노베이션과 케이씨텍의 해외 출자법인이라는 점을 고려하여, 각자의 매출과 비례하여 추정하였다. 내부거래는 케이씨(별도)와 핵심 자회사들끼리 일어난다는 점을 감안하여, 19년부터 23년까지의 본업과 핵심 종속자회사 매출 대비 비중의 평균값인 1.637%를 각 본업과 핵심 종속자회사의 예상 매출에 곱하여 추정하였다. 기타 자회사 매출은 그 변동을 엄밀히 예측하기 어렵기에, flat하게 추정하였다.

3.6. 케이씨텍 매출 추정

케이씨텍의 매출은 반도체 장비 및 소재와 디스플레이 장비 및 소재로 나눠서 추정했다.

케이씨텍 매출추정 Table

(단위 : 백만원)		2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
케이씨텍 매출액		265,327	319,895	344,546	378,193	286,910	91,602	341,766	371,845
	YoY(%)	-25.73%	20.57%	7.71%	9.77%	-24.14%	46.46%	19.12%	8.80%
반도체 장비 (A)		62,932	117,136	135,257	150,700	63,390	35,025	115,960	128,308
SEC&Hynix Capex (a)		21,898,465	40,319,726	54,236,027	47,461,147	38,582,201		44,289,825	49,005,731
	A/a(%)	0.287%	0.291%	0.249%	0.318%	0.164%		0.262%	0.262%
반도체 소재 (슬러리, B)		92,225	103,551	122,973	150,682	133,309	34,478	140,255	157,987
SEC&Hynix 월평균 웨이퍼 투입량 (장)		1,476,759	1,543,535	1,735,025	1,892,144	1,487,070		1,718,331	2,011,948
	B/b(천원/장)	62.5	67.1	70.9	79.6	89.6		81.6	78.5
디스플레이 장비 (C)		93,353	79,722	67,365	57,584	72,092	16,761	67,097	67,097
LGD Capex (c)		6,958,793	4,984,430	1,784,733	1,732,712	3,963,010		2,829,219	2,829,219
	C/c(%)	1.342%	1.599%	3.775%	3.323%	1.819%		2.372%	2.372%
디스플레이 소재		16,337	18,961	18,269	18,467	18,117	5,338	18,453	18,453
기타		480	525	683	761	-	-	-	-

* 상기 Capex는 기계장치 Capex만을 의미

반도체 장비는 케이씨(별도)와 케이씨이앤씨의 추정 방법과 동일하게 전방인 삼성전자와 SK하이닉스의 Capex에 연동시켜 추정했다. 19년부터 23년까지의 반도체 장비 매출/삼성전자, SK하이닉스 Capex 평균값인 0.262%를 24년과 25년의 예상 Capex 값에 곱해서 추정하였다

반도체 소재는 월평균 웨이퍼 투입량과의 관계를 바탕으로 추정했다. 반도체 소재인 슬러리는 웨이퍼를 교체할 때 사용되기에, 동사의 반도체 소재 매출은 웨이퍼 투입량과 동행한다. 따라서, 지난 1Q24까지 최근 5개년의 반도체 소재/월평균 웨이퍼 투입량의 평균값을 2Q24부터의 웨이퍼 투입 예측치에 적용하여 반도체 소재 매출을 추정하였다.

케이씨텍 반도체 소재 매출, SEC&Hynix 월평균 웨이퍼 투입량

(단위 : 백만원, 천 장)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
반도체 소재 (A)		2,562	40,292	16,463	32,909	24,065	25,679	26,577	27,230	33,618	23,046
월평균 웨이퍼 투입량 (B, 천 장)		1,508,674	1,481,178	1,449,755	1,467,430	1,490,998	1,516,530	1,559,738	1,606,874	1,655,974	1,699,182
	A/B	1,698	27,202	11,356	22,426	16,140	16,933	17,040	16,946	20,301	13,563
(단위 : 백만원, 천 장)		3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
반도체 소재 (A)		30,800	35,509	33,618	38,433	41,577	37,054	34,241	33,275	33,885	31,909
월평균 웨이퍼 투입량 (B, 천 장)		1,769,885	1,815,057	1,846,481	1,885,761	1,927,005	1,909,329	1,817,021	1,473,322	1,312,275	1,345,663
	A/B	17,402	19,564	18,206	20,381	21,576	19,407	18,845	22,585	25,821	23,712
(단위 : 백만원, 천 장)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25		
반도체 소재 (A)		34,478	32,701	35,709	37,366	38,022	38,947	40,027	40,991		
월평균 웨이퍼 투입량 (B, 천 장)		1,485,106	1,665,794	1,818,985	1,903,437	1,936,825	1,983,961	2,038,953	2,088,052		
	A/B	23,216	19,631	19,631	19,631	19,631	19,631	19,631	19,631		

디스플레이 장비는 전방으로 LGD 기계장치 Capex를 사용했다. 동사의 디스플레이 매출 국내 비중이 75%가 넘기에, BOE의 Capex는 사용하지 않았다. LGD의 Capex 예측은 3.4에 전술한 방법을 사용했으며, 19년부터 23년까지의 디스플레이 장비 매출/LGD Capex의 평균값인 2.37%를 예상 Capex에 곱해줬다. 디스플레이 소재는 시장에서 확고한 위치를 차지하지 못하고 있으며, 매출이 크게 변하지 않고 있다는 점을 반영해 20년부터 23년까지의 평균을 flat하게 적용하였다.

Valuation - SOTP Method

4.1. Why SOTP?

본 보고서는 본격적인 반도체 수요 증가 사이클에 따른 반도체 제조 기업의 CAPEX 투자 집행이 예상됨에 따라, 반도체 공장의 유틸리티를 뒷받침하는 동사가 충분한 가치평가를 받을 수 있다고 주장한다. 나아가, 유효지분율 30.06%의 관계기업 케이씨텍의 경우, HBM 수요 증가에 따라 슬러리의 중요도가 높아지며, 핵심 자회사로서 동사의 기업 가치에 플러스 알파 요소로 작용할 가치가 충분하다 판단한다.

그러나, 동사의 본업인 반도체 가스 공급 장치 제조업과, 핵심 종속회사들의 각종 관련 사업, 그리고 케이씨텍의 CMP 장치 및 슬러리 소재 공급업은, 반도체 산업을 전방으로 삼지만 그 성격과 경쟁 상황이 다른 명백하다. 나아가, 동사의 관계기업 케이씨텍으로부터 창출되는 이익의 경우, 후술할 본서의 추정에 의하면, 24년 10.2%, 25년 90.0%의 영업이익 증가율을 보이며, 동사의 성장을 이끄는 핵심 자회사임에도 불구하고, 그 가치는 지분법손익으로 반영되기에 그 가치가 영업가치 Layer에서 명확히 드러나지 않는다. 이에 사업부별로 상이한 Multiple을 부여해 다양한 사업부의 가치를 온전히 반영할 수 있는 SOTP Method를 채택하였다.

이에 각 동사의 본업(별도)(4.2.)과 케이씨인더스트리얼, 케이씨이앤씨, 케이씨이노베이션(이상 4.3.), 케이씨텍(4.4)의 EBITDA를 추정하여 엄밀한 기업 가치 추정을 진행하였다.

4.2. 사업지주회사로서 동사 본업의 영업가치 산출 - 케이씨(별도)

매출원가 및 판매관리비 추정 (별도)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	133,305	155,806	164,498	211,779	167,534	33,003	193,007	213,558
YoY(%)	-7.6%	16.9%	5.6%	28.7%	-20.9%	-33.0%	15.2%	10.6%
매출원가	83,010	94,916	108,261	138,751	110,310	20,811	122,990	135,274
매출원가율(%)	62.3%	60.9%	65.8%	65.5%	65.8%	63.1%	63.7%	63.3%
GPM(%)	37.7%	39.1%	34.2%	34.5%	34.2%	36.9%	36.3%	36.7%
원재료/상품매입액 및 재고변동	70,056	80,889	89,416	115,561	91,514	16,485	103,458	114,475
% of sales	52.6%	51.9%	54.4%	54.6%	54.6%	50.0%	53.6%	53.6%
인건비 등	6,197	7,532	10,027	13,628	13,858	3,314	14,381	14,924
% of sales	4.6%	4.8%	6.1%	6.4%	8.3%	10.0%	7.5%	7.0%
감가상각비	789	843	1,167	1,852	1,848	476	1,804	2,291
% of sales	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.4%	0.9%	1.1%
기타	5,968	5,653	7,651	7,709	3,090	536	3,346	3,584
% of sales	4.5%	3.6%	4.7%	3.6%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%
판매비와관리비	13,559	16,272	18,991	26,144	26,919	7,167	29,551	30,961
판매비율(%)	10.2%	10.4%	11.5%	12.3%	16.1%	21.7%	15.3%	14.5%
OPM(%)	27.6%	28.6%	22.6%	22.1%	18.1%	15.2%	21.0%	22.2%
종업원급여	7,361	8,772	10,339	12,829	12,617	3,120	13,093	13,587
% of sales	5.5%	5.6%	6.3%	6.1%	7.5%	9.5%	6.8%	6.4%
감가상각비	531	905	1,079	1,518	1,780	493	1,624	2,063
% of sales	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	1.1%	1.5%	0.8%	1.0%
무형자산상각비	279	402	687	972	1,038	269	2,097	2,097
% of sales	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.0%
경상개발비	1,237	2,143	2,335	4,593	4,856	1,121	4,856	4,856
% of sales	0.9%	1.4%	1.4%	2.2%	2.9%	3.4%	2.5%	2.3%
기타 고정비	1,500	1,502	1,992	3,336	3,467	1,398	3,401	3,401
% of sales	1.1%	1.0%	1.2%	1.6%	2.1%	4.2%	1.8%	1.6%
기타 변동비	2,652	2,547	2,559	2,897	3,161	766	4,480	4,957
% of sales	2.0%	1.6%	1.6%	1.4%	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%

① EBITDA 추정

동사 본업의 영업비용 중 금액적 중요성을 보이는 계정은 단연 **원재료비, 종업원급여, 감가상각비**이다. 동사 가스 공급 장치의 원재료비는 기밀 상 공개가 되어있지 않으나, 경쟁 업체인 원익홀딩스의 공시에 따르면 밸브, 트랜지스터 등이 원재료인 것으로 파악된다. 이러한 원재료비의 매출액 대비 비중은 큰 변동없이 꾸준한 추세를 유지 중이다. 이에 지난 **원재료비의 % of Sales 5개년 평균값**을 매출액에 연동하여 추정하였다. **인건비**는 지난 5개년간 국내 평균 **연봉 상승률**을 반영하였으며, **감가상각비**는 지난 5개년 평균 **유형자산 취득액을 유지 CAPEX**로 가정하여 별도로 추정하였다. [Appx. 2]. 이외의 비용은 고정적 혹은 변동적 성격을 반영하여 추정하였다.

② Multiple 선정

동사 본업의 Multiple의 경우 반도체 공장 유틸리티 장비 중 하나인 케미컬 공급 장치 제조업을 영위하는 **에스티아이**의 EV/EBITDA(12fm) 12개월 평균치 **6.96x**를 선정하였다. 동사는 국내 반도체용 가스 공급 장치 시장의 40%를 점유하고 있으며, 동사와 마찬가지로 40%를 점유하는 원익홀딩스라는 명확한 Peer가 존재한다. 그러나 원익홀딩스 또한 동사와 마찬가지로 사업지주회사이므로 가스 공급 장치 사업의 온전한 Value를 반영하고 있지 못하다. 이에 제품의 종류는 다르지만 유틸리티 장치인 케미컬 공급 장치 공급하는 에스티아이를 Peer로 선정하였다.

③ 포괄손익계산서

상기 논의를 종합하여 도출한 핵심 종속자회사의 **손익계산서**는 아래와 같다. 기타영업외손익의 경우 일시적 발생 비용의 경우 0 flat, 이외의 경우 3개년 Average 값을 반영하였다. 금융비용의 경우 이자손익의 경우만 유효이자율을 반영하여 별도 추정하였다. [Appx.3] [Appx.8]

추정포괄손익계산서 (별도)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	133,305	155,806	164,498	211,779	167,534	33,003	193,007	213,558
<i>YoY(%)</i>	<i>-7.6%</i>	<i>16.9%</i>	<i>5.6%</i>	<i>28.7%</i>	<i>-20.9%</i>	<i>-33.0%</i>	<i>15.2%</i>	<i>10.6%</i>
매출원가	83,010	94,916	108,261	138,751	110,310	20,811	122,990	135,274
매출총이익	50,295	60,890	56,237	73,028	57,224	12,192	70,017	78,285
<i>GPM(%)</i>	<i>37.7%</i>	<i>39.1%</i>	<i>34.2%</i>	<i>34.5%</i>	<i>34.2%</i>	<i>36.9%</i>	<i>36.3%</i>	<i>36.7%</i>
판매비와관리비	13,559	16,272	18,991	26,144	26,919	7,167	29,551	30,961
영업이익	36,736	44,618	37,246	46,884	30,304	5,025	40,466	47,324
<i>OPM(%)</i>	<i>27.6%</i>	<i>28.6%</i>	<i>22.6%</i>	<i>22.1%</i>	<i>18.1%</i>	<i>15.2%</i>	<i>21.0%</i>	<i>22.2%</i>
감가상각비	1,599	2,150	2,933	4,342	4,666	1,238	5,525	6,451
EBITDA	38,334	46,768	40,178	51,225	34,970	6,263	45,991	53,774
<i>EBITDA Margin(%)</i>	<i>28.8%</i>	<i>30.0%</i>	<i>24.4%</i>	<i>24.2%</i>	<i>20.9%</i>	<i>19.0%</i>	<i>23.8%</i>	<i>25.2%</i>
기타영업외수익	2,734	1,950	5,014	3,130	1,670	1,423	2,592	2,592
기타영업외비용	2,999	3,619	1,508	2,266	7,823	426	1,615	1,615
금융수익	6,955	4,997	4,944	8,313	12,359	6,770	11,887	11,887
금융비용	357	525	142	1,992	1,424	40	157	157
관계기업투자주식처분이익	21,358	-	-	-	-	-	-	-
투자주식재분류이익	-	-	-	-	-	-	-	-
공동지배기업투자주식처분이익	-	-	48	-	-	-	-	-
공동지배기업투자주식처분손실	3	-	-	-	-	-	-	-
종속기업투자주식손상차손	-	-	-	-	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익	64,425	47,422	45,601	54,069	35,085	12,752	53,172	60,030
법인세비용	20,864	16,399	13,058	7,183	9,978	1,635	14,434	16,296
당기순이익	43,561	31,023	32,543	46,885	25,108	11,117	38,738	43,734
<i>NPM(%)</i>	<i>32.7%</i>	<i>19.9%</i>	<i>19.8%</i>	<i>22.1%</i>	<i>15.0%</i>	<i>33.7%</i>	<i>20.1%</i>	<i>20.5%</i>

4.3. 핵심 종속자회사 영업가치 산출

(1) 케이씨인더스트리얼

매출원가 및 판매관리비 추정 Table (케이씨인더스트리얼)							
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	47,135	64,425	81,128	102,983	143,821	153,868	153,868
YoY(%)	48.7%	36.7%	25.9%	26.9%	39.7%	7.0%	0.0%
매출원가	33,753	46,773	58,787	72,584	100,368	110,064	110,803
매출원가율(%)	71.6%	72.6%	72.5%	70.5%	69.8%	71.5%	72.0%
GPM(%)	28.4%	27.4%	27.5%	29.5%	30.2%	28.5%	28.0%
원재료/상품매입액 및 재고변동	31,889	45,026	56,511	69,005	97,076	105,154	105,154
% of sales	67.7%	69.9%	69.7%	67.0%	67.5%	68.3%	68.3%
인건비 등	1,337	1,171	758	1,190	1,618	1,679	1,743
% of sales	2.8%	1.8%	0.9%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
감가상각비	591	545	598	837	1,233	1,719	2,395
% of sales	1.3%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.6%
기타	(64)	31	921	1,552	440	1,512	1,512
% of sales	-0.1%	0.0%	1.1%	1.5%	0.3%	1.0%	1.0%
판매비와관리비	6,801	8,596	10,734	14,537	15,948	16,820	18,141
판매비율(%)	14.4%	13.3%	13.2%	14.1%	11.1%	10.9%	11.8%
OPM(%)	14.0%	14.1%	14.3%	15.4%	19.1%	17.5%	16.2%
종업원급여	3,862	4,974	5,470	6,272	6,616	6,866	7,125
% of sales	8.2%	7.7%	6.7%	6.2%	4.6%	4.5%	4.6%
감가상각비	244	486	1,243	1,793	1,914	2,667	3,717
% of sales	0.5%	0.8%	1.5%	1.7%	1.3%	1.7%	2.4%
무형자산상각비	6	18	14	14	24	33	46
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
경상연구개발비	822	781	-	1,446	1,084	1,265	1,265
% of sales	1.7%	1.2%	0.0%	1.4%	0.8%	0.8%	0.8%
기타 고정비	794	626	1,626	692	1,299	1,206	1,206
% of sales	1.7%	1.0%	2.0%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
기타 변동비	1,073	1,710	2,381	4,321	5,011	4,784	4,784
% of sales	2.3%	2.7%	2.9%	4.2%	3.5%	3.1%	3.1%

① EBITDA 추정

케이씨인더스트리얼의 비용은 원재료비, 종업원급여, 감가상각비가 유의미하다. 케이씨인더스트리얼은 헬륨 가스 공급과 자동화 장비 중개 무역을 영위한다. 헬륨 가스는 전방 수요에 따른 공급난으로 가격변동성이 심함에도 불구하고 동사의 매출액 대비 원재료비 비중은 그 값이 일정하다. 이는 동사가 원재료 단가에 따른 판가 조정으로 가격 방어를 원활히 하고 있음을 보여준다. 또한 자동화 장비의 경우 중개 무역을 통해 매출을 인식하므로 원재료비의 비중 역시 일정할 것이라 보는 것이 개연성 있는 추론이다. 이에 지난 5개년 원재료비 % of Sales를 평균치를 반영하여 원재료비를 추정하였다. 인건비는 국내 평균 연봉 상승률을 반영하였으며, 감가상각비는 과거 성장 추세(%YoY)를 반영하였다. 그 외 비용은 고정적 혹은 변동적 성격을 반영하여 추정하였다.

② Multiple 선정

국내 특수가스 공급 사업을 영위하는 상장사 원익머트리얼즈, 티이엠씨, 케이엠더블유의 멀티플 최솟값을 반영하여 케이씨인더스트리얼의 EV/EBITDA 멀티플을 추정하였다. 그 결과 원익머트리얼즈의 EV/EBITDA(12fm) 12개월 평균치 3.26x를 반영하였다. 한편 최솟값을 반영한 이유는, 케이씨인더스트리얼은 헬륨 가스 공급업을 바탕으로 빠르게 성장한 동시에 자동화 장치 중개 무역 사업 또한 영위 하기에, 멀티플을 보수적으로 반영하기 위함이다.

(2) 케이씨이앤씨

매출원가 및 판매관리비 추정 Table (케이씨이앤씨)							
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	245,489	276,018	232,781	455,004	349,831	363,195	401,867
YoY(%)	-6.9%	12.4%	-15.7%	95.5%	-23.1%	3.8%	10.6%
매출원가	225,662	255,858	217,750	407,177	322,994	334,385	371,209
매출원가율(%)	91.9%	92.7%	93.5%	89.5%	92.3%	92.1%	92.4%
GPM(%)	8.1%	7.3%	6.5%	10.5%	7.7%	7.9%	7.6%
원재료/상품매입액 및 재고변동	22,367	24,452	26,387	51,223	49,600	51,494	56,977
% of sales	9.1%	8.9%	11.3%	11.3%	14.2%	14.2%	14.2%
인건비 등	79,433	89,671	88,745	201,434	136,934	147,139	162,807
% of sales	32.4%	32.5%	38.1%	44.3%	39.1%	40.5%	40.5%
감가상각비	2,821	3,765	4,106	4,286	7,492	9,274	11,481
% of sales	1.1%	1.4%	1.8%	0.9%	2.1%	2.6%	2.9%
외주가공비	106,869	122,854	88,043	124,535	110,040	106,825	118,200
% of sales	43.53%	44.51%	37.82%	27.37%	31.46%	29.41%	29.41%
기타	14,172	15,116	10,470	25,699	18,928	19,651	21,744
% of sales	5.8%	5.5%	4.5%	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%
판매비와관리비	8,148	10,572	9,513	13,222	14,495	14,521	15,513
판매비율(%)	3.3%	3.8%	4.1%	2.9%	4.1%	4.0%	3.9%
OPM(%)	4.8%	3.5%	2.4%	7.6%	3.5%	3.9%	3.8%
종업원급여	4,307	5,269	4,039	5,403	6,966	7,229	7,501
% of sales	1.8%	1.9%	1.7%	1.2%	2.0%	2.0%	1.9%
감가상각비	214	355	150	175	286	354	439
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
무형자산상각비	117	184	181	170	173	214	265
% of sales	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
경상개발비	61	9	159	408	419	419	419
% of sales	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타 고정비	725	657	620	622	818	818	818
% of sales	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
기타 변동비	2,725	4,098	4,364	6,444	5,833	5,486	6,071
% of sales	1.1%	1.5%	1.9%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%

① EBITDA 추정

케이씨이앤씨 또한 원재료비, 종업원급여, 감가상각비, 외주가공비가 금액적 중요성을 가진다. 케이씨이앤씨의 원재료비는 꾸준한 오름세를 기록중이다. 이는 배관의 재료인 열연강판의 원료가 되는 철광석의 가격이, 코로나 이후 공급 차질과 중국 내 철광석 수요 증가로, 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. [Appx. 4] 한편 철광석 가격은 25년까지도 비슷하게 높은 수준을 기록할 것으로 예측되는 바, 보수적 추정을 위해 23년의 % of Sales를 반영하였다. 인건비는 국내 평균 연봉 상승률을 반영하였으며, 감가상각비는 과거 성장 추세(%YoY)를 반영하였다. 외주가공비의 경우 감소추세를 반영하여 최근 2개년의 % of Sales 평균값을 반영하였다. 이외의 비용은 고정적 혹은 변동적 성격을 반영하여 추정하였다.

② Multiple 선정

케이씨이앤씨의 멀티플은, 반도체 공장향 배관을 공급하는 한양이엔지의 EV/EBITDA(TTM) 12개월 평균치에 지난 18년 반도체 사이클 당시 TTM 멀티플과 포워드 멀티플의 괴리율을 반영한 0.91x를 선정하였다.

(3) 케이씨이노베이션

매출원가 및 판매관리비 추정 Table (케이씨이노베이션)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	85,541	90,216	76,223	77,685	46,820	44,110	46,298
YoY(%)	0.7%	5.5%	-15.5%	1.9%	-39.7%	-5.8%	5.0%
매출원가	69,063	68,895	56,335	60,139	33,125	36,857	38,669
매출원가율(%)	80.7%	76.4%	73.9%	77.4%	70.7%	83.6%	83.5%
GPM(%)	19.3%	23.6%	26.1%	22.6%	29.3%	16.4%	16.5%
원재료/상품매입액 및 재고변동	54,415	52,286	38,369	45,159	19,184	21,974	23,063
% of sales	63.6%	58.0%	50.3%	58.1%	41.0%	49.8%	49.8%
인건비 등	9,039	9,968	11,142	11,853	11,132	11,552	11,988
% of sales	10.6%	11.0%	14.6%	15.3%	23.8%	26.2%	25.9%
감가상각 및 무형자산상각	665	649	661	1,031	1,033	1,189	1,369
% of sales	0.8%	0.7%	0.9%	1.3%	2.2%	2.7%	3.0%
기타	4,944	5,993	6,162	2,096	1,775	2,143	2,249
% of sales	5.8%	6.6%	8.1%	2.7%	3.8%	4.9%	4.9%
판매비와관리비	7,713	8,270	8,238	8,249	9,381	9,588	9,788
판매비율(%)	9.0%	9.2%	10.8%	10.6%	20.0%	21.7%	21.1%
OPM(%)	10.2%	14.5%	15.3%	12.0%	9.2%	-5.3%	-4.7%
종업원급여	2,925	3,300	3,352	2,823	3,226	3,347	3,474
% of sales	3.4%	3.7%	4.4%	3.6%	6.9%	7.6%	7.5%
감가상각비	111	105	420	364	390	449	517
% of sales	0.1%	0.1%	0.6%	0.5%	0.8%	1.0%	1.1%
무형자산상각비	55	64	70	55	37	43	49
% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
하자보수충당부채전입액	1,491	1,839	652	(128)	209	-	-
% of sales	1.7%	2.0%	0.9%	-0.2%	0.4%	0.0%	0.0%
경상개발비	-	-	-	2,893	2,609	2,751	2,751
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	5.6%	6.2%	5.9%
기타	3,129	2,962	3,744	2,242	2,909	2,997	2,997
% of sales	3.7%	3.3%	4.9%	2.9%	6.2%	4.7%	4.7%

① EBITDA 추정

케이씨이노베이션의 비용은 원재료비, 종업원급여, 감가상각비가 금액적 중요성을 가진다. 케이씨이노베이션의 원재료비는 23년 급격한 감소를 보였으나, 보수적 추정을 위해 **지난 3개년의 원재료비 % of Sales 평균값**을 반영하였다. 인건비는 **국내 평균 연봉 상승률**을 반영하였으며, 감가상각비는 **과거 성장 추세(%YoY)**를 반영하였다. 이외의 비용은 고정적 혹은 변동적 성격을 반영하여 추정하였다.

② Multiple 선정

케이씨이노베이션의 멀티플은, 반도체 공장향 스크리버를 제조 및 공급하는 유니셈의 EV/EBITDA(TTM) 12개월 평균치를 반영하였다. 유니셈 역시 케이씨이노베이션과 마찬가지로 HBM 수요 증가와 이에 따른 CAPEX 증가의 수혜에 대한 기대감을 반영받고 있다. 이에 지난 12개월 동안의 멀티플인 **4.55x**를 선정하였다.

(4) 핵심 종속자회사 최종 손익계산서

상기 논의를 종합하여 도출한 핵심 종속자회사의 손익계산서는 아래와 같다. 단, 영업외손익의 경우 후술할 6.5의 연결손익계산서 추정에서 연결 단위로 일괄 추정하였다.

① 케이씨인더스트리얼

추정포괄손익계산서 (케이씨인더스트리얼)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	47,135	64,425	81,128	102,983	143,821	153,868	153,868
YoY(%)	48.7%	36.7%	25.9%	26.9%	39.7%	7.0%	0.0%
매출원가	33,753	46,773	58,787	72,584	100,368	110,064	110,803
매출총이익	13,382	17,652	22,341	30,399	43,453	43,804	43,064
GPM(%)	28.4%	27.4%	27.5%	29.5%	30.2%	28.5%	28.0%
판매비와관리비	6,801	8,596	10,734	14,537	15,948	16,820	18,141
영업이익	6,581	9,057	11,607	15,862	27,505	26,984	24,923
OPM(%)	14.0%	14.1%	14.3%	15.4%	19.1%	17.5%	16.2%
감가상각비	841	1,049	1,855	2,643	3,171	4,419	6,157
EBITDA	7,422	10,106	13,462	18,506	30,676	31,403	31,080
EBITDA Margin(%)	15.7%	15.7%	16.6%	18.0%	21.3%	20.4%	20.2%

② 케이씨이앤씨

추정포괄손익계산서 (케이씨이앤씨)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	245,489	276,018	232,781	455,004	349,831	363,195	401,867
YoY(%)	-6.9%	12.4%	-15.7%	95.5%	-23.1%	3.8%	10.6%
매출원가	225,662	255,858	217,750	407,177	322,994	334,385	371,209
매출총이익	19,827	20,160	15,031	47,826	26,837	28,810	30,659
GPM(%)	8.1%	7.3%	6.5%	10.5%	7.7%	7.9%	7.6%
판매비와관리비	8,148	10,572	9,513	13,222	14,495	14,521	15,513
영업이익	11,679	9,588	5,518	34,605	12,342	14,289	15,146
OPM(%)	4.8%	3.5%	2.4%	7.6%	3.5%	3.9%	3.8%
감가상각비	3,152	4,304	4,436	4,630	7,951	14,521	15,513
EBITDA	14,831	13,892	9,954	39,235	20,293	28,810	30,659
EBITDA Margin(%)	6.0%	5.0%	4.3%	8.6%	5.8%	7.9%	7.6%

③ 케이씨이노베이션

추정포괄손익계산서 (케이씨이노베이션)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	85,541	90,216	76,223	77,685	46,820	44,110	46,298
YoY(%)	0.7%	5.5%	-15.5%	1.9%	-39.7%	-5.8%	5.0%
매출원가	69,063	68,895	56,335	61,514	33,125	36,857	38,669
매출총이익	16,477	21,321	19,888	16,171	13,695	7,253	7,629
GPM(%)	19.3%	23.6%	26.1%	20.8%	29.3%	16.4%	16.5%
판매비와관리비	7,713	8,270	8,238	8,249	9,381	9,588	9,788
영업이익	8,765	13,050	11,650	7,922	4,314	(2,335)	(2,159)
OPM(%)	10.2%	14.5%	15.3%	10.2%	9.2%	-5.3%	-4.7%
감가상각비	831	818	1,152	1,450	1,460	1,681	1,935
EBITDA	9,596	13,869	12,802	9,372	5,774	(654)	(224)
EBITDA Margin(%)	11.2%	15.4%	16.8%	12.1%	12.3%	-1.5%	-0.5%

4.4. 케이씨텍 - 핵심 관계자회사 영업가치 산출

매출원가 및 판매관리비 추정 Table (케이씨텍)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	265,327	319,895	344,546	378,193	286,910	91,602	341,766	371,845
YoY(%)	-25.7%	20.6%	7.7%	9.8%	-24.1%	46.5%	19.1%	8.8%
매출원가	177,922	217,507	237,853	247,096	188,541	63,410	229,236	248,840
매출원가율(%)	67.1%	68.0%	69.0%	65.3%	65.7%	69.2%	67.1%	66.9%
GPM(%)	32.9%	32.0%	31.0%	34.7%	34.3%	30.8%	32.9%	33.1%
원재료/상품매입액 및 재고변동	118,542	148,319	166,250	170,650	122,420	43,961	155,220	168,881
% of sales	44.7%	46.4%	48.3%	45.1%	42.7%	48.0%	45.4%	45.4%
인건비 등	34,756	39,481	42,665	53,210	53,970	13,065	56,006	58,118
% of sales	13.1%	12.3%	12.4%	14.1%	18.8%	14.3%	16.4%	15.6%
감가상각비	10,046	11,337	12,798	13,175	12,968	3,575	13,259	13,556
% of sales	3.8%	3.5%	3.7%	3.5%	4.5%	3.9%	3.9%	3.6%
기타	14,578	18,370	16,140	10,061	(817)	2,808	4,752	8,284
% of sales	5.5%	5.7%	4.7%	2.7%	-0.3%	3.1%	1.4%	2.2%
판매비와관리비	38,347	46,249	54,591	70,760	65,665	18,176	68,201	69,618
판매비율(%)	14.5%	14.5%	15.8%	18.7%	22.9%	19.8%	20.0%	18.7%
OPM(%)	18.5%	17.5%	15.1%	16.0%	11.4%	10.9%	13.0%	14.4%
종업원급여	8,409	9,763	10,740	13,042	11,895	3,638	12,344	12,809
% of sales	3.2%	3.1%	3.1%	3.4%	4.1%	4.0%	3.6%	3.4%
감가상각비	712	731	959	1,437	1,526	342	1,561	1,596
% of sales	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%
무형자산상각비	816	729	770	745	691	164	706	722
% of sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
경상개발비	22,407	24,152	28,050	39,476	39,307	9,745	38,979	38,979
% of sales	8.4%	7.5%	8.1%	10.4%	13.7%	10.6%	11.4%	10.5%
기타 고정비	(1,777)	1,426	2,957	4,683	4,081	1,370	4,382	4,382
% of sales	-0.7%	0.4%	0.9%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%	1.2%
기타 변동비	7,779	9,449	11,115	11,378	8,164	2,917	10,230	11,130
% of sales	2.9%	3.0%	3.2%	3.0%	2.8%	3.2%	3.0%	3.0%

① EBITDA 추정

케이씨텍의 비용은 원재료비, 종업원급여, 감가상각비가 금액적 중요성을 가진다. 동사의 원재료비는 지난 5개년 간 45% 내외의 꾸준한 추세를 보이는 바, 지난 5개년의 원재료비 % of Sales 평균값인 45.4%를 반영하여 추정하였다. 인건비는 지난 5개년간 국내 평균 연봉 상승률을 반영하였으며, 감가상각비는 과거 성장 추세(YoY, %)를 반영하였다. 이외의 비용은 고정적 혹은 변동적 성격을 반영하여 추정하였다.

② Multiple 선정

케이씨텍의 멀티플은, EV/EBITDA(12fm)의 지난 12개월 평균치를 반영하였다. 그 후 케이씨텍이 상장사임을 고려하여 70%의 할인율을 적용하였다. 이는 최근 HBM CAPEX 증가에 따른 CMP 장비 및 슬러리 소재 수요 증가 기대감을 받는 케이씨텍의 가치를 동사의 영업가치에 적절히 반영하고자 하기 위함이다.

③ 최종손익계산서

상기 논의를 종합하여 도출한 핵심 종속자회사의 손익계산서는 아래와 같다. 기타영업외손익의 경우 일시적 발생 비용의 경우 0 flat, 이외의 경우 3개년 Average 값을 반영하였다. 금융비용의 경우 이자손익의 경우만 유효이자율을 반영하여 별도 추정하였다. [Appx.3] [Appx. 9]

추정포괄손익계산서 (케이씨텍)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	265,327	319,895	344,546	378,193	286,910	91,602	341,766	371,845
YoY(%)	-25.7%	20.6%	7.7%	9.8%	-24.1%	46.5%	19.1%	8.8%
매출원가	177,922	217,507	237,853	247,096	188,541	63,410	229,236	248,840
매출총이익	87,405	102,388	106,693	131,097	98,368	28,192	112,529	123,005
GPM(%)	32.9%	32.0%	31.0%	34.7%	34.3%	30.8%	32.9%	33.1%
판매비와관리비	38,347	46,249	54,591	70,760	65,665	18,176	68,201	69,618
영업이익	49,058	56,138	52,102	60,337	32,704	10,016	44,328	53,387
OPM(%)	18.5%	17.5%	15.1%	16.0%	11.4%	10.9%	13.0%	14.4%
감가상각비	11,574	12,797	14,527	15,357	15,185	4,081	15,526	15,874
EBITDA	60,632	68,936	66,629	75,694	47,889	14,096	59,854	69,261
EBITDA Margin(%)	22.9%	21.5%	19.3%	20.0%	16.7%	15.4%	17.5%	18.6%
기타영업외수익	5,700	6,702	6,854	13,665	3,232	4,147	6,557	6,557
기타영업외비용	6,926	10,455	7,714	7,143	2,088	1,808	3,581	3,581
금융수익	1,932	1,231	2,507	3,768	9,273	2,443	10,897	10,897
금융비용	37	49	53	134	206	54	588	588
법인세비용차감전순이익	49,727	53,567	53,695	70,492	42,915	14,744	57,614	66,673
법인세비용	12,860	10,977	11,749	15,106	11,215	3,015	13,343	15,441
당기순이익	36,867	42,590	41,947	55,386	31,701	11,729	44,271	51,232
NPM(%)	13.9%	13.3%	12.2%	14.6%	11.0%	12.8%	13.0%	13.8%

4.5. 연결 포괄손익계산서

위 추정을 종합한 동사의 최종 연결 포괄손익계산서는 아래와 같다. 연결회계처리에 따라 각 종속자회사의 매출과 비용을 연결하였다. [Appx.10.] 법인세비용의 경우 최근 5개년의 평균인 26.3%를 유효법인세율로 적용하였다. [Appx.5.] 지분법손익의 경우 케이씨텍의 당기순이익을 중심으로 추정하였다. [Appx.6.]

추정포괄손익계산서 (연결)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	511,909	576,366	553,763	857,974	727,022	203,183	768,764	829,697
YoY(%)	-2.7%	12.6%	-3.9%	54.9%	-15.3%	10.5%	5.7%	7.9%
매출원가	409,862	456,570	439,016	688,793	585,020	173,617	618,271	669,472
매출총이익	102,048	119,796	114,747	169,181	142,002	29,566	150,493	173,742
GPM(%)	19.9%	20.8%	20.7%	19.7%	19.5%	14.6%	19.6%	20.9%
판매비와관리비	36,752	43,725	49,264	67,986	75,622	18,900	77,289	80,989
영업이익	65,296	76,071	65,483	101,195	66,381	10,666	73,204	92,753
OPM(%)	12.8%	13.2%	11.8%	11.8%	9.1%	5.2%	9.5%	11.2%
기타영업외수익	5,013	4,053	7,666	10,153	5,948	3,046	6,667	6,428
기타영업외비용	6,746	8,343	2,364	6,453	11,218	782	2,899	2,712
금융수익	5,115	4,043	6,284	9,619	16,559	4,327	10,593	10,354
금융비용	850	909	1,020	2,354	2,594	857	3,484	3,427
관계기업투자주식처분이익	8,516	899	-	-	-	-	-	-
투자주식재분류이익	-	-	-	-	-	-	-	-
지분법적용투자주식처분이익	-	-	48	401	-	-	-	-
지분법손익	7,967	7,300	8,602	13,381	7,462	3,068	10,632	12,311
법인세비용차감전순이익	84,311	83,114	84,698	125,942	82,537	19,468	94,712	115,707
법인세비용	27,272	25,697	20,942	7,127	21,089	2,886	22,123	27,205
당기순이익	57,039	57,417	63,756	118,815	61,448	16,582	72,589	88,501
NPM(%)	11.1%	10.0%	11.5%	13.8%	8.5%	8.2%	9.4%	10.7%

4.6. 최종 Valuation

Valuation - SOTP Method

(단위: 백만 원)

(A) 핵심영업가치		EBITDA	EV/EBITDA	지분율	평가액	비고
사업 부문	케이씨 (별도)	53,774	5.30x	100.0%	284,978	지난 1개년 에스티아이 EV/EBITDA(12mf)
	케이씨텍 (상장)	69,261	6.96x	29.8%	43,073	지난 1개년 케이씨텍 EV/EBITDA(12mf) - 할인율 70%
	케이씨인더스트리	31,080	3.26x	55.0%	55,758	지난 1개년 원익머트리얼즈 EV/EBITDA(12mf)
	케이씨이앤씨	30,659	0.91x	57.2%	15,909	지난 1개년 한양이앤지 EV/EBITDA(TTM) - 괴리율 반영
	케이씨이노베이션	(224)	4.55x	60.6%	(619)	지난 1개년 유니셀 EV/EBITDA(12mf)
	합계				399,099	
(B) 기타영업가치		총자산	장부가	할인율	평가액	비고
사업 부문	케이씨파츠텍	36,158	27,765	70.0%	8,330	24년 1분기 장부가액
	합계				8,330	
(C) 비영업가치		총자산	장부가	할인율	평가액	비고
기타 연결종속회사	케이씨태스크	2,029	2,000	70.0%	600	24년 1분기 장부가액
	케이씨투자파트너스	19,847	20,000	70.0%	6,000	24년 1분기 장부가액
기타 비영업자산	금융자산 등		19,274	70.0%	5,782	24년 1분기 장부가액
	합계				12,382	
순차입금 (D)					(53,002)	
비지배지분 (E)					92,289	
목표 시가총액 (F)					380,524	(F) = (A) + (B) + (C) - (D) - (E)
발행주식수 (G)					13,554,044 주	
목표주가 (단위: 원)					28,100	(F) / (G)
현재주가 (단위: 원)					21,550	
상승여력					30.39%	

최종 SOTP Valuation은 위와 같다. 핵심 자회사 영업가치 도출 과정에서 엄밀함을 기하였으며, 핵심 자회사 각각에 대한 EBITDA와 Multiple에 관해서는 앞서 서술하였다. 당사는 **영업가치**를 구성하는 **종속자회사**들이 모두 상장되어 있지 않기에 **지분율**만을 고려하여 최종적인 핵심 종속 자회사의 영업가치 총합을 도출했다. 한편 관계회사인 **케이씨텍**의 경우, 상장회사이므로 **할인율 70%**을 고려하여 영업가치에 합하였다. 나아가, **핵심 자회사 이외 기타 자회사** 영업가치의 경우 1Q24 기준 장부가로 적용한 후 **70%의 할인율**을 적용하였다.

비영업가치의 경우 동사 재무제표는 금융자산만을 공시하고 있다. 또한 현금화가 매우 용이한 현금 및 현금성자산과 금융기관예치금의 자산 내 비중이 크다(1Q24 기준 22.04%). 이에 재투자 및 유동화가 매우 용이할 것이기에 큰 폭의 할인율을 적용할 필요는 없다고 판단하나, 핵심 자회사의 영업가치에 주목하는 것만으로도 충분함을 고려하여 **70%의 할인율**을 부여했다. 순차입금의 경우 전사 연결실체 차원의 이자발생부채에서 현금성자산을 차감하여 도출하였다. [Appx.7.]

본 보고서의 상기 논의를 종합해 목표 시가총액 3,805억원, 목표주가 28,100원, 상승여력 30.39%로 투자의견 **Buy**를 제시한다.

Appendix.

Appx.1. BS & CF

재무상태표					인금흐름표				
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	1Q24	(단위: 백만원)	2021	2022	2023	1Q24
자산	964,516	1,004,624	1,062,311	1,106,951	영업활동현금흐름	10,862	108,044	58,900	21,511
유동자산	402,505	459,173	444,430	455,237	당기순이익	63,756	118,815	61,448	16,582
현금및현금성자산	115,302	81,169	96,525	97,539	당기순이익조정을 위한 가감	14,984	5,443	33,069	571
금융기관예치금	91,855	162,506	143,122	146,460	법인세비용	20,942	7,127	21,089	2,886
매출채권	68,597	86,086	66,610	71,612	대손상각비(환입)	564	(485)	1,610	(101)
계약자산	86,295	75,972	86,500	65,200	기타대손상각비	22	(30)	(2)	1
기타채권	1,370	3,330	3,069	7,472	감가상각비	9,508	12,641	18,047	4,492
당기법인세자산		31	71	37	무형자산상각비	1,007	1,588	2,053	520
기타유동자산	3,268	3,796	3,594	5,220	유형자산처분및폐기손익	(1,295)	(1,686)	392	(49)
기타유동금융자산	4,477	5,546	10,221	12,594	재고자산평가손실				(120)
재고자산	31,341	40,738	34,719	49,103	재고자산폐기손실				263
비유동자산	562,011	545,451	617,881	651,714	지분법손익				(3,068)
관계기업투자주식	171,796	188,883	200,273	202,222	무형자산처분손실	3			
장기투자자산	259,551	142,312	170,629	196,607	무형자산평가손실		0		
금융기관예치금		59			무형자산상각손및환입	(304)	1	7,575	
기타유동채권	838	1,211	1,329	1,359	재고자산평가손실	(59)	1,824	627	
기타비유동금융자산	2,736	6,855	6,787	6,680	재고자산폐기손실		148	833	
기타비유동자산	506	338	708	495	지분법손익	(8,602)	(13,381)	(7,462)	
유형자산	113,572	164,569	204,157	208,245	종속및관계기업투자주식처분이익	(48)	(401)		
무형자산	10,253	36,838	29,566	31,677	배당금수익	(1,911)	(3,706)	(2,311)	(1,621)
이연법인세자산	2,759	4,385	4,433	4,431	이자수익	(3,976)	(3,964)	(9,441)	(2,183)
부채	217,211	213,861	197,391	214,251	이자비용	1,003	1,285	2,101	552
유동부채	115,256	161,319	136,180	146,143	통화선도거래손익	305	2,514	10	
매입채무	32,235	42,474	43,496	39,126	통화선도평가손익	278	(43)	(32)	209
기타금융부채	16,837	5,447	12,759		파생상품평가손익		(1,903)	(3,195)	
유동채무	23,318	36,201	32,086	30,179	장단기투자자산처분손익		171	(510)	(182)
당기법인세부채	10,815	32,268	13,681	14,332	장단기투자자산평가손익	(396)	814	(474)	(250)
기타유동부채	6,047	8,963	4,734	10,547	외화환산손익	(2,057)	769	(456)	(1,841)
계약부채	21,330	12,243	7,382	16,197	리스조정손익		38	(135)	
충당부채	4,674	5,216	5,026	4,798	퇴직급여			1,731	398
기타금융부채				13,714	주식보상비용		106	264	111
유동전환사채		644	779	818	장기근속수당 전입(환입)액			634	
유동전환상환우선주부채		2,845	3,546	3,742	충당부채전입(환입)액		2,016	103	377
유동파생상품부채		15,018	12,691	12,691	기타비용			16	176
비유동부채	101,955	52,542	61,212	68,108	영업활동으로 인한 자산·부채의 변동	(36,695)	(1,684)	(3,017)	4,270
기타비유동금융부채	18,918	17,696	18,029	17,288	매출채권의 감소(증가)	(24,184)	(14,637)	17,691	(4,764)
기타비유동채무	5	6	76	123	계약자산의 감소(증가)	16,762	10,041	(9,965)	21,583
기타유동부채	2,165	2,075	2,465	2,868	기타채권의 감소(증가)	(144)	(476)	925	(551)
비유동충당부채	2,724	2,684	6,132	6,233	기타유동자산의 감소(증가)	(1,489)	69	(303)	(920)
이연법인세부채	78,143	30,081	34,510	41,597	재고자산의 감소(증가)	(15,517)	(8,226)	4,623	(14,622)
자본	747,305	790,763	864,920	892,699	기타비유동자산의 감소(증가)	(66)	(71)	159	6
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	669,526	706,518	769,871	800,410	매입채무의 증가(감소)	(9,946)	8,789	1,075	(4,400)
자본금	6,777	6,777	6,777	6,777	기타유동채무의 증가(감소)	(5,484)	12,350	(6,963)	(5,792)
자본잉여금	21,295	24,265	24,265	24,265	계약부채의 증가(감소)	4,462	(9,718)	(4,731)	8,803
기타자본항목	(10,126)	(15,114)	(12,714)	(12,430)	기타유동부채의 증가(감소)	(588)	3,145	(4,399)	5,344
기타포괄손익누계액	108,583	32,400	51,194	70,589	기타비유동채무의 증가(감소)	(216)	(1,792)	9	(1)
이익잉여금	542,997	658,190	700,350	711,209	기타비유동부채의 증가(감소)	(1,853)	(132)	(121)	(5)
비지배자본	77,779	84,245	95,048	92,289	충당부채의 증가(감소)	1,567	(1,027)	(1,019)	(409)
자본과부채총계	964,516	1,004,624	1,062,311	1,106,951	법인세 납부액	(34,337)	(17,414)	(40,333)	(776)
					이자의 수령	3,869	3,334	8,760	1,182
					이자의 지급	(715)	(451)	(1,026)	(317)
					투자활동현금흐름	(47,857)	(110,915)	(36,339)	(14,201)
					장기투자자산의 취득	(3,200)	(16,064)	(23,408)	(990)
					장기투자자산의 처분	246	49,346	13,698	58
					유형자산의 취득	(26,564)	(41,296)	(43,509)	(7,841)
					유형자산의 처분	2,320	6,468	258	1,049
					무형자산의 취득	(1,818)	(961)	(1,948)	(2,413)
					무형자산의 처분	71			
					배당금의 수령	2,857	5,024	3,866	54
					단기대여금의 증가	(176)	(289)	(283)	(166)
					단기대여금의 감소	354	440	355	181
					장기대여금의 증가	(903)	(1,340)	(1,108)	(324)
					장기대여금의 감소	515	670	731	249
					기타금융자산의 증가	(2,655)	(13,749)	(5,361)	(12,695)
					기타금융자산의 감소	7,338	5,915	6,084	3,348
					통화선도거래의 정산	146	(7)	33	
					금융기관예치금의 증가		(71,877)	(146,962)	(15,581)
					금융기관예치금의 감소	23,737		163,693	20,868
					관계기업투자주식의 취득	(53,122)	(4,663)	(2,500)	
					종속기업투자주식의 처분	201	50		
					정부보조금의 수취			57	
					기타비유동자산의 증가		(245)	(36)	
					단기채권의 증가	(204)			
					신수금의 증가	3,000			
					재무활동현금흐름	7,786	(50,571)	(7,184)	(6,699)
					단기차입금의 차입	11,000		5,000	
					단기차입금의 상환	(792)	(13,423)		(134)
					리스부채의 상환	(3,402)	(5,022)	(6,199)	(1,584)
					유동성장기차입금의 상환		(10,713)	(823)	(200)
					장기차입금의 차입	5,000			
					유상증자비용		(8)		
					유상감자		(2,382)		
					배당금지급	(4,020)	(4,237)	(5,162)	(1,304)
					종속기업의 자기주식 취득		(14,787)		(3,477)
					현금및현금성자산의 증가(감소)	(29,209)	(53,442)	15,377	612
					기초현금및현금성자산	143,255	115,302	81,169	96,525
					연결범위변동으로 인한 효과	(180)	19,211		
					현금및현금성자산의 환율변동 효과	1,436	98	(21)	403
					기말현금및현금성자산	115,302	81,169	96,525	97,539

Appx.2. 별도 기준 감가상각비 및 무형자산상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	362	362	362	362	362
구축물	1	1	1	1	1
기계장치	546	546	546	546	546
차량운반구	73	73	73	-	-
기타의 유형자산	727	727	727	727	-
사용권자산	1,430	1,430	1,430	-	-
리스개량	97	97	97	-	-
합계	3,236	3,236	3,236	1,636	909

무형자산상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업재산권	36	36	36	36	36
소프트웨어	866	866	-	-	-
합계	902	902	36	36	36

유형자산/사용권자산 CapEx					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275
구축물	27	27	27	27	27
기계장치	846	846	846	846	846
차량운반구	134	134	134	134	134
기타의 유형자산	968	968	968	968	968
사용권자산	3,291	3,291	3,291	3,291	3,291
리스개량	267	267	267	267	267
합계	6,807	6,807	6,807	6,807	6,807

무형자산 CapEx					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업재산권	65	65	65	65	65
소프트웨어	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
합계	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195

감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	404	447	489	532	574
구축물	3	4	5	7	8
기계장치	652	757	863	969	1,075
차량운반구	99	126	153	107	134
기타의 유형자산	921	1,114	1,308	1,501	968
사용권자산	2,213	2,997	3,780	3,134	3,134
리스개량	142	186	231	178	222
합계	4,434	5,632	6,830	6,428	6,115

무형자산상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
산업재산권	101	101	101	101	101
소프트웨어	1,995	1,995	1,130	1,130	1,130
합계	2,097	2,097	1,231	1,231	1,231

Appx.3. 이자수익 이자비용

이자수익/이자비용 추정 (연결)								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
이자수익	2,625	1,877	3,900	3,964	9,441	2,183	8,733	8,733
유효이자율(%)	1.4%	0.7%	1.8%	2.3%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%
이자부자산 합계	188,174	272,253	216,574	169,648	257,830	266,832	266,832	266,832
현금및현금성자산	144,436	143,255	115,302	16,057	96,525	97,539	97,539	97,539
금융기관예치금	35,035	120,269	91,855	136,683	143,122	146,460	146,460	146,460
기타채권(금융자산)	1,426	1,846	2,208	4,572	4,398	8,831	8,831	8,831
기타자산(금융자산)	7,277	6,884	7,209	12,337	13,786	14,002	14,002	14,002
이자비용	850	909	1,020	2,317	2,546	857	3,427	3,427
유효이자율(%)	2.2%	1.8%	1.7%	3.7%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%
이자부부채 합계	38,200	49,744	60,099	62,812	46,904	65,685	65,685	65,685
차입금	9,716	11,916	27,124	11,457	15,635	15,301	15,301	15,301
리스부채	7,927	7,093	9,653	11,665	15,153	15,523	15,523	15,523
전환사채				644	779	818	818	818
전환상환우선주부채				2,845	3,546	3,742	3,742	3,742
기타채무(금융부채)	20,557	30,736	23,323	36,201	11,791	30,302	30,302	30,302

* 1Q24 유효이자율은 연이자율 환산값

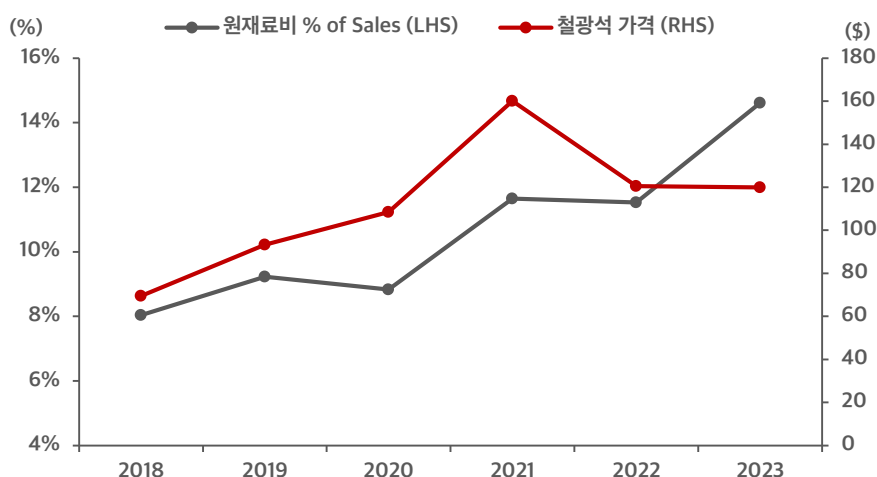
이자수익/이자비용 추정 (별도)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
이자수익	1,767	1,410	1,322	2,575	6,972	1,713	6,852	6,852
유효이자율(%)	1.3%	0.6%	0.8%	1.6%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
이자부자산 합계	131,729	221,264	158,442	156,614	164,069	162,840	162,840	162,840
현금및현금성자산	105,057	103,850	64,002	19,054	33,145	31,516	31,516	31,516
금융기관예치금	25,004	115,232	91,855	132,742	124,986	121,335	121,335	121,335
기타채권 (금융자산)	479	963	897	1,633	1,857	5,979	5,979	5,979
기타자산 (금융자산)	1,189	1,219	1,689	3,185	4,082	4,011	4,011	4,011
이자비용	88	96	142	186	101	39	157	157
유효이자율(%)	1.0%	1.1%	1.2%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
이자부부채 합계	8,841	9,173	11,896	9,743	5,148	8,016	8,016	8,016
차입금	-	-	-	-	-	-	-	-
리스부채	4,102	3,622	5,379	2,524	3,760	3,695	3,695	3,695
전환사채	-	-	-	-	-	-	-	-
전환상환우선주부채	-	-	-	-	-	-	-	-
기타채무 (금융부채)	4,739	5,552	6,518	7,220	1,388	4,321	4,321	4,321

* 1Q24 유효이자율은 연이자율 환산값

이자수익/이자비용 추정 (케이씨텍)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
이자수익	1,932	1,231	1,538	3,768	9,273	2,443	10,897	10,897
이자부자산 합계	95,159	162,950	125,611	152,739	180,692	212,347	212,347	212,347
유효이자율(%)	2.0%	0.8%	1.2%	2.5%	5.1%	4.6%	5.1%	5.1%
현금및현금성자산	47,386	23,225	45,611	16,057	54,245	93,879	93,879	93,879
상각후원가측정 금융기관예치금	47,774	139,725	80,000	136,683	126,447	118,468	118,468	118,468
이자비용	37	26	53	134	206	54	588	588
유효이자율(%)	0.3%	0.2%	0.4%	2.2%	4.4%	2.3%	4.4%	4.4%
이자부부채 합계	13,002	13,331	14,520	10,507	8,848	13,368	13,368	13,368
기타부채	11,449	12,167	12,299	6,140	4,678	9,347	9,347	9,347
리스부채	1,553	1,164	2,221	4,367	4,170	4,022	4,022	4,022

* 1Q24 유효이자율은 연이자율 환산값

Appx.4. 케이씨이앤씨 원재료비 % of Sales 와 철광석 가격 추이



Appx.5. 법인세비용 추정

법인세비용 추정 Table (연결)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
법인세비용	27,272	25,697	20,942	7,127	21,089	2,886	22,123	27,205
유효법인세율(%)	35.7%	33.9%	27.5%	6.3%	28.1%	17.6%	26.3%	26.3%
A-B	76,344	75,814	76,096	112,561	75,076	16,400	84,080	103,396
법인세비용차감전순이익 (A)	84,311	83,114	84,698	125,942	82,537	19,468	94,712	115,707
지분법손익 (B)	7,967	7,300	8,602	13,381	7,462	3,068	10,632	12,311

*이중과세를 제하는 세무회계를 반영하기 위해, 법인세비용차감전순이익에서 지분법손익을 제외한 값을 분모로 한 유효법인세율을 도출함

법인세비용 추정 Table (별도)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
법인세비용	20,864	16,399	13,058	7,183	9,978	1,635	14,434	16,296
법인세비용차감전순이익	64,425	47,422	45,601	54,069	35,085	12,752	53,172	60,030
유효법인세율(%)	32.4%	34.6%	28.6%	13.3%	28.4%	12.8%	27.1%	27.1%

법인세비용 추정 Table (케이씨텍)

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
법인세비용	12,860	10,977	11,749	15,106	11,215	3,015	13,343	15,441
법인세비용차감전순이익	49,727	53,567	53,695	70,492	42,915	14,744	57,614	66,673
유효법인세율(%)	25.9%	20.5%	21.9%	21.4%	26.1%	20.4%	23.2%	23.2%

Appx.6. 지분법손익 추정

지분법손익 추정 Table

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
지분법손익 합계	7,967	7,300	8,602	13,381	7,462	3,068	10,632	12,311
케이씨텍 지분법손익	6,379	7,300	8,602	13,381	7,468	3,080	10,681	12,360
유효지분법손익율(%)	17.3%	17.1%	20.5%	24.2%	23.6%	26.3%	24.1%	24.1%
케이씨텍 당기순이익	36,867	42,590	41,947	55,386	31,701	11,729	44,271	51,232
현재 관계회사 지분법손익	-	-	-	-	(6)	(12)	(49)	(49)
케이제이앤케이씨K-콘텐츠IP투자	-	-	-	-	(6)	(17)	(69)	(69)
(주)이티엘	-	-	-	-	-	5	20	20
이전 관계회사 지분법손익	1,588	-	-	-	-	-	-	-
케이케이테크(주)	1,588	-	-	-	-	-	-	-
지엘팜텍(주)	-	-	-	-	-	-	-	-

Appx.7. 연결 순차입금 추정

순차입금 추정

(단위: 백만 원)

IBD	44,537
단기차입금	6,000
유동성장기차입금	1,422
장기차입금	7,878
리스부채	15,523
기타부채(금융부채)	13,714
(-) 현금 및 현금성자산	97,539
순차입금	-53,002

Appx.8. 케이씨(별도) 감가상각비, 기타영업외손익, 금융손익

감가상각비 추정 Table (별도)

(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
감가상각비	1,320	2,150	2,933	4,342	4,666	4,434	5,632
매출원가	789	843	1,167	1,852	1,848	1,804	2,291
<i>% of 감가상각비</i>	59.8%	39.2%	39.8%	42.7%	39.6%	40.7%	40.7%
판매관리비	531	905	1,079	1,518	1,780	1,624	2,063
<i>% of 감가상각비</i>	40.2%	42.1%	36.8%	35.0%	38.2%	36.6%	36.6%

기타영업외손익 추정 Table (별도)

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
기타영업외손익	2,734	1,950	5,014	3,130	1,670	1,423	2,592	2,592
외화관련이익	1,869	1,151	3,252	2,734	1,387	1,373	2,458	2,458
기타의대손충당금환입	-	-	-	5	2	-	-	-
유형자산처분이익	233	537	1,312	207	126	-	-	-
무형자산손상차손환입	150	-	304	-	22	-	-	-
통화선도거래이익	80	-	-	-	-	-	-	-
통화선도평가이익	106	-	-	-	-	-	-	-
수수료수익	46	75	78	103	103	30	103	103
잡이익	250	187	68	81	31	20	31	31
기타영업외비용	2,999	3,619	1,508	2,266	7,823	426	1,615	1,615
외화관련손실	933	3,396	1,147	1,426	899	392	1,157	1,157
기타의대손상각비	2	6	5	-	-	1	-	-
재고자산폐기손실	-	-	-	-	-	-	-	-
유형자산처분손실	-	4	15	-	-	-	-	-
유형자산폐기손실	0	0	2	93	0	2	-	-
무형자산손상차손	-	-	-	1	-	-	-	-
종속기업투자주식손상차손	-	-	-	-	6,637	-	-	-
무형자산처분손실	-	27	-	-	-	-	-	-
무형자산폐기손실	-	2	-	-	-	-	-	-
통화선도거래손실	347	149	-	-	-	-	-	-
통화선도평가손실	-	-	-	-	-	-	-	-
잡손실	1,106	15	28	335	77	0	146	146
기부금	611	19	311	411	211	30	311	311

금융손익 추정 Table (별도)

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
금융수익	6,955	4,997	4,944	8,313	12,359	6,770	11,887	11,887
이자수익	1,767	1,410	1,322	2,575	6,972	1,713	6,852	6,852
리스조정이익	-	-	-	-	0	-	-	-
배당금수익	4,891	3,587	3,234	5,698	5,331	5,035	5,035	5,035
장기투자자산처분이익	-	-	-	36	-	-	-	-
장기투자자산평가이익	297	-	388	4	55	22	-	-
금융비용	357	525	142	1,992	1,424	40	157	157
이자비용	88	96	142	186	101	39	157	157
리스조정손실	-	-	-	0	33	-	-	-
장기투자자산평가손실	109	429	-	1,598	849	1	-	-
장기투자자산처분손실	160	-	-	207	-	-	-	-
파생상품평가손실	-	-	-	-	440	-	-	-

Appx.9. 케이씨텍 기타영업외손익, 금융손익 추정

기타영업외수익 추정 Table (케이씨텍)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
기타영업외수익	5,700	6,702	6,854	13,665	3,232	4,147	6,557	6,557
외화관련이익	3,788	4,156	6,423	9,005	2,345	3,544	5,924	5,924
유형자산처분이익	8	14	19	3,665	19	0	-	-
무형자산처분이익	23	-	-	223	44	469	-	-
통화선도거래이익	0	107	-	-	-	-	-	-
통화선도평가이익	1,182	2,283	27	-	-	-	-	-
무형자산손상차손환입	76	3	-	-	84	63	-	-
잡이익	622	139	385	771	740	71	632	632
기타영업외비용	6,926	10,455	7,714	7,143	2,088	1,808	3,581	3,581
외화관련손실	1,527	7,230	742	3,982	1,200	270	1,975	1,975
유형자산폐기손실	0	31	1	42	49	0	-	-
무형자산폐기손실	-	-	-	-	-	30	-	-
유형자산처분손실	7	21	1	971	-	-	-	-
유형자산손상차손	-	-	92	-	-	-	-	-
무형자산손상차손	4	65	1,131	102	23	-	-	-
영업권손상차손	-	-	2,602	-	-	-	-	-
통화선도거래손실	553	2,967	2,182	1,524	318	87	1,341	1,341
통화선도평가손실	-	-	165	-	132	1,115	-	-
기부금	15	26	15	15	15	7	-	-
잡손실	62	115	151	508	136	0	265	265
기타투자자산폐기손실	-	-	-	-	2	-	-	-
국세등추납액	4,757	-	-	-	213	-	-	-
보상금	-	-	632	-	-	300	-	-

금융손익 추정 Table (케이씨텍)								
(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
금융수익	1,932	1,231	2,507	3,768	9,273	2,443	10,897	10,897
이자수익	1,932	1,231	1,538	3,768	9,273	2,443	10,897	10,897
미지급금평가이익	-	-	969	-	-	-	-	-
금융비용	37	49	53	134	206	54	588	588
이자비용	37	26	53	134	206	54	588	588
미지급금평가손실	-	23	-	-	-	-	-	-

Appx.10. 연결회계

매출액 연결회계

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출액	511,909	576,366	553,763	857,974	727,022	203,183	768,764	829,697
<i>YoY(%)</i>	-2.7%	12.6%	-3.9%	54.9%	-15.3%	10.5%	5.7%	7.9%
별도 + 핵심 종속회사	511,469	586,465	554,630	847,450	708,006	197,918	754,180	815,591
케이씨(별도)	133,305	155,806	164,498	211,779	167,534	33,003	193,007	213,558
케이씨인더스트리얼	47,135	64,425	81,128	102,983	143,821	117,727	153,868	153,868
케이씨이앤씨	245,489	276,018	232,781	455,004	349,831	32,124	363,195	401,867
케이씨이노베이션	85,541	90,216	76,223	77,685	46,820	15,064	44,110	46,298
기타 및 내부거래 차감	441	(10,099)	(866)	10,524	19,016	5,265	14,584	14,105

매출원가 연결회계

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출원가	409,862	456,570	439,016	688,793	585,020	173,617	618,271	669,472
별도 + 핵심 종속회사	411,488	466,442	441,133	680,025	566,797		604,295	655,954
케이씨(별도)	83,010	94,916	108,261	138,751	110,310		122,990	135,274
케이씨인더스트리얼	33,753	46,773	58,787	72,584	100,368		110,064	110,803
케이씨이앤씨	225,662	255,858	217,750	407,177	322,994		334,385	371,209
케이씨이노베이션	69,063	68,895	56,335	61,514	33,125		36,857	38,669
기타 및 내부거래 차감	(1,626)	(9,872)	(2,117)	8,768	18,223		13,976	13,517

매출총이익 연결회계

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
매출총이익	102,048	119,796	114,747	169,181	142,002	29,566	150,493	173,742
<i>GPM(%)</i>	19.9%	20.8%	20.7%	19.7%	19.5%	14.6%	19.6%	20.9%
별도 + 핵심 종속회사	99,981	120,023	113,496	167,425	141,209		149,885	159,637
케이씨(별도)	50,295	60,890	56,237	73,028	57,224		70,017	78,285
케이씨인더스트리얼	13,382	17,652	22,341	30,399	43,453		43,804	43,064
케이씨이앤씨	19,827	20,160	15,031	47,826	26,837		28,810	30,659
케이씨이노베이션	16,477	21,321	19,888	16,171	13,695		7,253	7,629
기타 및 내부거래 차감	2,067	(227)	1,251	1,756	793		608	14,105

판매관리비 연결회계

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
판매비와관리비	36,752	43,725	49,264	67,986	75,622	18,900	77,289	80,989
별도 + 핵심 종속회사	36,221	43,710	47,476	62,152	66,744		70,480	74,404
케이씨(별도)	13,559	16,272	18,991	26,144	26,919		29,551	30,961
케이씨인더스트리얼	6,801	8,596	10,734	14,537	15,948		16,820	18,141
케이씨이앤씨	8,148	10,572	9,513	13,222	14,495		14,521	15,513
케이씨이노베이션	7,713	8,270	8,238	8,249	9,381		9,588	9,788
기타 및 내부거래 차감	531	15	1,788	5,833	8,878		6,809	6,585

영업이익 연결회계

(단위:백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2024E	2025E
영업이익	65,296	76,071	65,483	101,195	66,381	10,666	73,204	92,753
<i>OPM(%)</i>	12.8%	13.2%	11.8%	11.8%	9.1%	5.2%	9.5%	11.2%
별도 + 핵심 종속회사	63,760	76,313	66,020	105,272	74,466		79,404	85,233
케이씨(별도)	36,736	44,618	37,246	46,884	30,304		40,466	47,324
케이씨인더스트리얼	6,581	9,057	11,607	15,862	27,505		26,984	24,923
케이씨이앤씨	11,679	9,588	5,518	34,605	12,342		14,289	15,146
케이씨이노베이션	8,765	13,050	11,650	7,922	4,314		(2,335)	(2,159)
기타 및 내부거래 차감	1,535	(242)	(537)	(4,078)	(8,085)		(6,201)	7,520

Appx.11. 추정 자본변동표

추정 자본변동표							
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
지배지분 기초자본	366,746	449,772	592,458	669,526	706,518	769,871	824,946
지배지분 당기순이익	48,677	47,906	52,240	99,531	47,541	58,815	71,708
당기순이익	57,039	57,417	63,756	118,815	61,448	72,589	88,501
지배지분율(%)	85.3%	83.4%	81.9%	83.8%	77.4%	81.0%	81.0%
배당금	3,042	3,651	3,651	4,259	3,164	3,740	4,560
배당성향(%)	6.2%	7.6%	7.0%	4.3%	6.7%	6.4%	6%
주당배당금	250	300	300	350	260	307	375
그외자본변동	29,029	88,920	16,963	(77,564)	5,069	0	0
지배지분 기말자본	449,772	592,458	669,526	706,518	769,871	824,946	892,095
가중평균 지배자본자본	408,259	521,115	630,992	688,022	738,195	797,409	858,521
implidePBR					0.52	0.48	0.44

Appx.12. 추정 자본변동표

추정 자본변동표							
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
지배지분 기초자본	366,746	449,772	592,458	669,526	706,518	769,871	824,946
지배지분 당기순이익	48,677	47,906	52,240	99,531	47,541	58,815	71,708
당기순이익	57,039	57,417	63,756	118,815	61,448	72,589	88,501
지배지분율(%)	85.3%	83.4%	81.9%	83.8%	77.4%	81.0%	81.0%
배당금	3,042	3,651	3,651	4,259	3,164	3,740	4,560
배당성향(%)	6.2%	7.6%	7.0%	4.3%	6.7%	6.4%	6%
주당배당금	250	300	300	350	260	307	375
그외자본변동	29,029	88,920	16,963	(77,564)	5,069	0	0
지배지분 기말자본	449,772	592,458	669,526	706,518	769,871	824,946	892,095
가중평균 지배자본자본	408,259	521,115	630,992	688,022	738,195	797,409	858,521
implidePBR					0.52	0.48	0.44

Appx.13. 추정 자본변동표

추정 자본변동표							
(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
지배지분 기초자본	366,746	449,772	592,458	669,526	706,518	769,871	824,946
지배지분 당기순이익	48,677	47,906	52,240	99,531	47,541	58,815	71,708
당기순이익	57,039	57,417	63,756	118,815	61,448	72,589	88,501
지배지분율(%)	85.3%	83.4%	81.9%	83.8%	77.4%	81.0%	81.0%
배당금	3,042	3,651	3,651	4,259	3,164	3,740	4,560
배당성향(%)	6.2%	7.6%	7.0%	4.3%	6.7%	6.4%	6%
주당배당금	250	300	300	350	260	307	375
그외자본변동	29,029	88,920	16,963	(77,564)	5,069	0	0
지배지분 기말자본	449,772	592,458	669,526	706,518	769,871	824,946	892,095
가중평균 지배자본자본	408,259	521,115	630,992	688,022	738,195	797,409	858,521
implidePBR					0.52	0.48	0.44

Appx. 12. 국내 카타르산 헬륨 수입 추이

카타르산 헬륨 수입단가 및 수입량, 수입액						
(단위 : 천 달러, t)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
수입단가	55	74	70	77	98	113
수입량	683.1	925.8	1530.1	1742	1515.3	504.5
수입액	37,568	68,290	106,960	134,326	148,552	57,136

*2024년은 4월까지의 정보를 반영.

Appx. 13. LGD, BOE Capex 추정

LGD, BOE Capex 추정 Table									
(단위 : 백만원, 백만위안)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
LGD 기계장치 Capex	3,825,155	1,959,645	6,958,793	4,984,430	1,784,733	1,732,712	3,963,010	2,829,219	2,829,219
LGD 신규 Capex 평균	2,086,434								
LGD 유지 Capex 평균	2,829,219								
BOE CAPEX	47,742	54,521	49,416	44,215	36,098	29,398	24,808	39,041	42,547
BOE 신규 Capex 평균	14,137								
BOE 유지 Capex 평균	32,807								

BOE 신축 CAPA							
(단위: 만/월)	B10(2017)	B9(2018)	B11(2019)	B17(2019)	B12(2021)	B16(2024)	B20(2025)
CAPA 증설 규모	12	9	5	12	5	3	5
평균	7.3						

*산입 연도는 가동 시작 시기 기준

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.