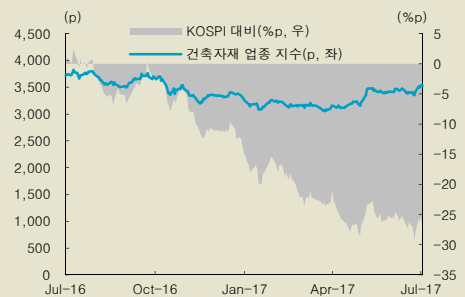


비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
KCC(002380)	매수	510,000 원(상향)
조광페인트(004910)	NR	-

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

5년만의 ASP 상승

길었던 ASP(판매가격) 하락이 끝났다

도료업계는 원자재 가격이 급등했던 작년 하반기부터 올 1분기가 가장 어려웠다. 유가 고점이던 2012년 이후 ASP 하락이 지속됐고 원자재 가격이 하락하기 시작했던 2014년부터 P 인하폭이 더욱 커졌기 때문이다. 건축용 도료 중심으로 가격 경쟁이 심화돼 올 1분기에 삼화페인트는 처음으로 적자를 냈고 KCC의 도료 영업 이익률은 전년의 절반수준에 그쳤다. 그러나 도료업계의 실적은 1분기가 저점이다. 원자재 가격의 점진적 상승과 출혈경쟁 자제로 가격 현실화가 시작됐다.

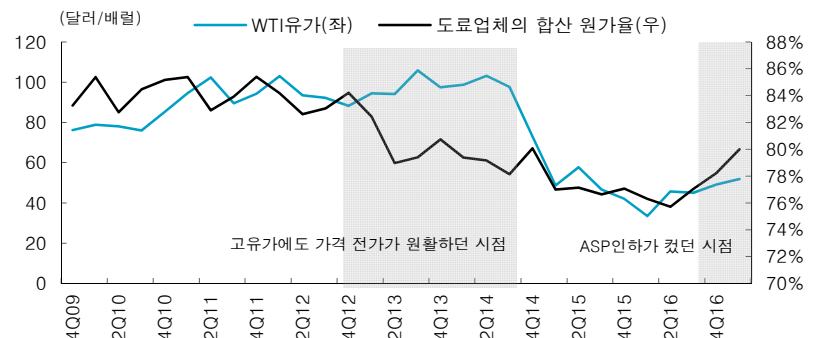
전방산업 개선과 고부가가치 제품 개발

국내 도료시장 규모는 4조원으로 상위사들은 시장의 52%를 차지하는 조선/자동차/IT용 도료에 집중하고 있다. 2016년 주요 4사의 순이익은 35% 급감했는데 조선업 부진이 치명적이었다. 올 들어 글로벌 신조발주는 36%, 한국 big3의 수주는 7배 증가했다. 조선용 도료의 부진은 올해까지 계속되나 바닥을 확인했다는 점이 중요하다. 단납기인 최근 트렌드 감안 시 4분기부터는 조선용 도료의 생산량이 증가할 전망이다. 철강과 IT 등의 수출 회복도 우호적이며, 주택건설 효과로 2018년까지 목공(가구)용 도료의 생산 증가세가 지속될 것이다. 또 상위사들은 에너지 절감과 친환경 규제에 대응하는 제품 개발로 수익성을 제고하고 있다.

수익성이 바닥일 때 유용한 지표는 PSR

수익성이 최악일 때 밸류에이션 바닥을 가늠하는데 유용한 지표는 PSR이다. P의 작은 변화에도 EPS가 극적으로 늘기 때문이다. 타 변수는 같고 P 1% 인상 시 삼화페인트의 영업이익은 25%, 노루와 조광은 11~15% 증가하는 것으로 분석된다. 현재 도료산업의 PSR은 0.4배, PBR 0.6배로 역사적 최저다. 3년간 de-rating 요인이던 조선업이 상승사이클에 접어들었다는 점에서 KCC를 top pick으로 추천하고 밸류에이션 이익 기준시점을 2017년에서 12MF로 변경해 목표주가를 13% 상향한다. 스몰캡에서는 목공용 도료 1위인 조광페인트가 유망하다.

상위 도료 업체의 원가율 vs 유가



자료: 삼화페인트, 노루페인트, 조광페인트, 강남제비스코, 한국투자증권

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126
narae.heo@truefriend.com

리포트 작성 목적

- 도료업체의 턴어라운드 가능성과 밸류에이션 점검, ASP 정상화의 배경 분석과 향후 전망 제시
- 원자재 가격의 점진적인 상승은 ASP 인상에 긍정적이라는 근거 제시

1. 가격 정상화에서 시작된 턴어라운드

2016년 하반기~
2017년 1분기가 최악

낮은 밸류에이션에 머물고 있는 도료산업의 턴어라운드에 주목한다. 도료업체의 실적은 2015년을 정점으로 하락세를 지속했다. C(원가) 상승과 ASP(가격) 인하, Q(물량) 둔화가 복합적으로 작용했기 때문이다. 단적으로 1위 업체인 KCC의 1분기 영업이익률은 전년의 절반 수준에 그쳤고 2위 업체인 삼화페인트는 사상 최초로 적자를 냈다.

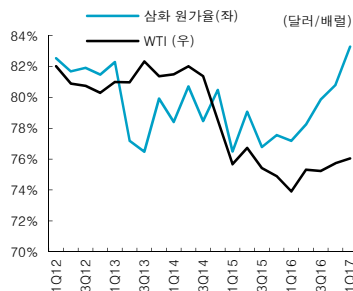
P, Q, C 중 주요 변수는 P

P(가격), Q(물량), C(원가) 중 핵심 변수는 시멘트 등 여타 commodity성 자재와 마찬가지로 P(ASP)다. 지난 5년 동안 ASP 하락으로 고전했던 도료업체가 올 들어 가격 인상에 나서기 시작했다는 점이 최대 투자포인트다. 점유율이 높은 상위사 또는 특수 도료부터 가격 인상을 시도하고 있다. 언론에 따르면 KCC를 비롯해 상위 5사 모두 2분기 들어 가격 인상에 동참한 것으로 파악된다.

도료 업계의 가격 출혈 멎어

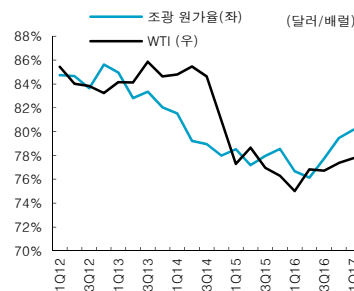
가격 인상이 가능한 이유는 다음과 같다. 1) 출혈 경쟁이 멎었다. 수익성 악화로 퇴출되는 중소업체들이 늘어나고 있기 때문이다. 최근 58년 역사의 현대페인트의 파산과 상장 폐지가 대표적이다. 대형사들은 captive market 또는 고정 거래선을 확보하거나, 해외 업체와 제휴해 난관을 극복하고 있으나 중소형사는 가격 할인 외에는 점유율을 지킬 방법이 없었다. 다수 업체의 도산과 삼화페인트의 영업적자 발생을 기점으로 출혈경쟁이 완화됐다. 업체별 원가율과 유가 추이를 보면 건축용 도료의 비중이 높은 삼화페인트의 원가율 상승폭이 유가 상승폭보다 컸음을 알 수 있다. 가격 출혈이 원인이다.

[그림 1] 삼화페인트 원가율과 유가



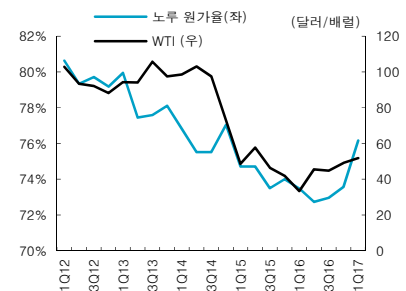
자료: 삼화페인트, 한국투자증권

[그림 2] 조광페인트 원가율과 유가



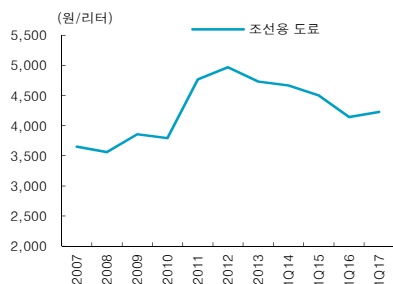
자료: 조광페인트, 한국투자증권

[그림 3] 노루페인트 원가율과 유가



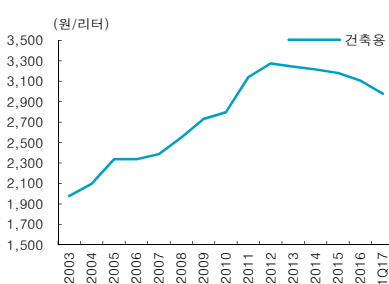
자료: 노루페인트, 한국투자증권

[그림 4] KCC의 조선용 도료 ASP



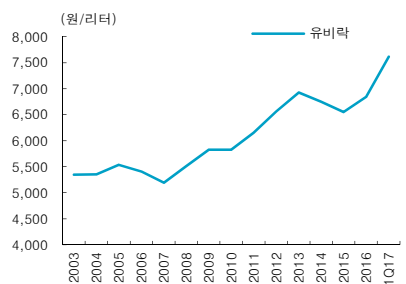
자료: KCC, 한국투자증권

[그림 5] 삼화페인트의 건축용 도료 ASP



자료: 삼화페인트, 한국투자증권

[그림 6] 조광페인트의 유비락(목공용 도료) ASP



자료: 조광페인트, 한국투자증권

주요 전방산업 회복

2) 주요 전방산업이 회복되는 추세다. 2012년부터 하락세가 지속됐던 조선용 도료의 ASP가 올 1분기에 처음으로 반등했다. 현대중공업 등 중심으로 조선사들은 선주들의 여름 휴가가 끝나는 9월부터 신조선가를 인상하기 위해 노력하고 있다. 공업용 도료의 가격도 회복세다.

원자재 가격 상승 현실화,
가격 전가에 오히려 긍정적

3) 원자재 가격 상승이 현실화되고 있다. 원자재 가격 상승이 늘 부정적인 것은 아니며 점진적인 상승은 오히려 P 인상에 우호적이다. 아이러니하게 도료업체의 이례적인 ASP 인하는 2014년 이후의 원자재 가격 하락에서 시작됐다. 전방산업도 악화되며 도료업체들의 가격 전가가 어려웠다. 이제 원자재 가격의 추세적 상승 가능성이 높아지며 가격 전가가 비교적 용이해졌다. 가장 불리한 것은 원자재 가격이 급등락하는 것이다. 급등기에는 가격 전가가 어렵고 급락기에는 하락폭보다 더 큰 가격 인하 압력에 시달린다.

도료업체들의 PBR 0.6 배,
PSR 0.4 배 이하
낮은 PSR 이 매력적

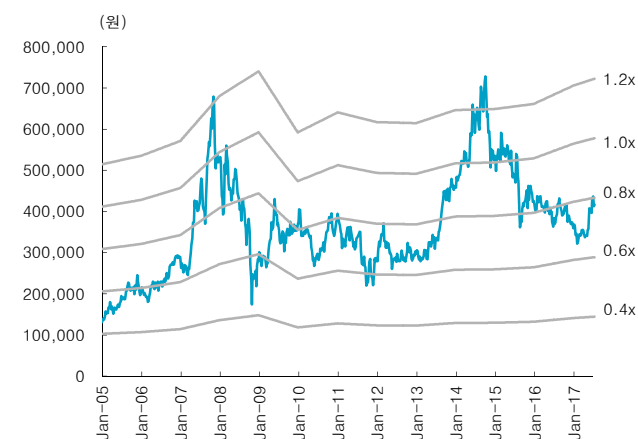
현재 5위권 도료업체들의 밸류에이션은 PBR은 0.6배, PSR 0.4배 이하, PER 7~8배로 역사적 최저 수준이다. 특히 지금처럼 가격 인상이 시작된 상황에서 역사적 최저 수준의 PSR은 매력적이다. 우리는 턴어라운드 기업의 가장 중요한 밸류에이션 지표로 PSR에 주목한다. 수익성이 조금만 개선돼도 이익 레버리지가 커지기 때문이다. 다른 변수는 같고 도료 ASP를 1% 인상한다고 가정할 때 삼화페인트의 영업이익은 25%, 노루와 조광페인트는 11~15%, KCC는 5% 증가하는 것으로 나타났다. 도료 비중이 높고 원가 부담이 큰 업체일수록 민감도가 높다. KCC처럼 고정 거래처를 확보했거나, 조광페인트와 같이 틈새시장 1위 업체일수록 가격 전가가 용이하다.

〈표 1〉 도료 ASP 1% 인상 시 영업이익 변화

	삼화페인트	노루페인트	조광페인트	KCC
영업이익 증가율	25.4%	15.4%	11.3%	4.6%

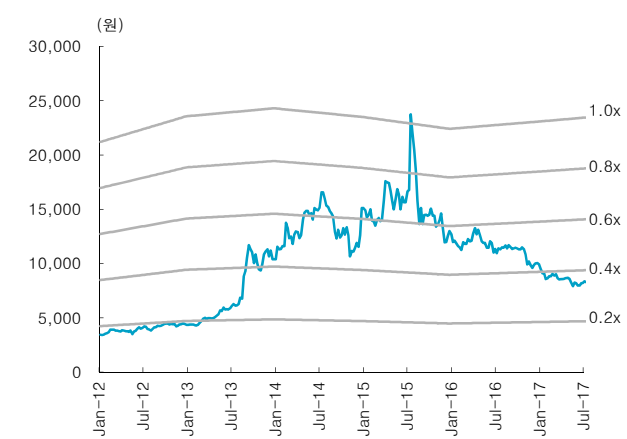
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 7] KCC의 PSR 밴드



자료: KCC, 한국투자증권

[그림 8] 삼화페인트의 PSR 밴드



자료: 삼화페인트, 한국투자증권

2. Q(물량): 2018년 생산량 본격 증가

국내 도료시장은 4 조원,
5개사 과점 체제

국내 도료시장은 4조원 규모로 약 150여개 업체가 참여하고 있지만 공업/자동차/조선용 등 특수용 B2B 도료 시장에서는 실질적으로 상위 5사만이 활동하고 있다. 현대중공업 그룹과 현대차 그룹 물량의 대부분을 생산하는 KCC가 점유율 43%로 1위이고, 삼화페인트가 2위, 노루페인트가 3위, 조광페인트가 4위다. 각 제품별 특성은 다음과 같다.

건축용: 가격 전가력 낮아

1) 건축용 도로: 국내 도로 생산량의 38%를 차지하며 영세업체들이 가장 많아 가격 전가력이 낮다. 이 시장의 1위 업체는 삼화페인트다.

선박용: 4 사 과점, 협력 체제

2) 선박용 도로: 도로 생산량의 18%를 차지한다. KCC, IPK(악조노벨과 노루페인트 합작법인), 추코쿠삼화(일본 추코쿠와 삼화 합작법인), 조광요턴(노르웨이 요턴과 조광 합작법인) 등이 과점하고 있다. KCC를 제외하고는 대부분 해외업체와 기술을 합작한 구조다.

자동차용: KCC와 노루오토코팅이 신차에 납품

3) 자동차용 도로: 도로 생산량의 14%를 차지한다. 완성차 업체를 대상으로 하는 신차 시장과 보수용 시장으로 나뉜다. KCC는 현대기아차 신차에, 노루홀딩스 자회사인 노루오토코팅은 기아차 신차에, 노루페인트는 보수용 시장에 납품한다. 신차의 경우 완성차 업체들이 특정 업체와 고정적 협력체제를 구축하고 있어 경쟁보다 전방 상황이 중요하다. B2C나 자동차 정비소가 주요 대상인 보수용 도로는 8개사가 진출해 있는데 외산 브랜드의 참여가 늘며 경쟁이 치열해지고 있다.

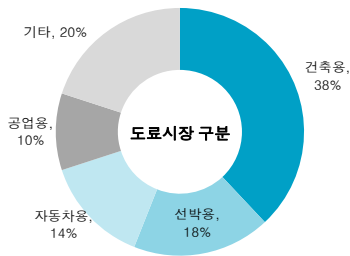
공업용: PCM이 주요 산업

5) 공업용 도로: 생산량의 20%를 차지하며 PCM(금속도장)이 주요 전방산업이다. 건축용보다는 낮지만, 진입장벽이 낮아 경쟁이 치열하다.

베트남이 주요 해외 시장, 대부분 삼성전자에 납품

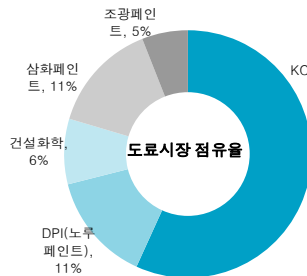
해외로는 베트남 진출을 가속화하고 있다. 대부분 삼성전자의 가전공장이 있는 하노이와 핸드폰공장이 위치한 호치민에서 생산한다. 기존에는 삼화페인트가 대부분의 핸드폰 도료를 생산하며 압도적인 경쟁력을 과시했다. 그러나 2015년부터 타 업체들의 진출과 플라스틱에서 메탈용 도료로의 전환 등으로 실적이 악화됐고 이는 건축용 도료에서 가격 출혈의 원인이 됐다. 최근 강남제비스코는 베트남 빈중성 미폭공단에 공장을 짓고 가전과 PCM용 도료의 상업 가동을 시작했다.

[그림 9] 국내 도로시장 용도별 구분



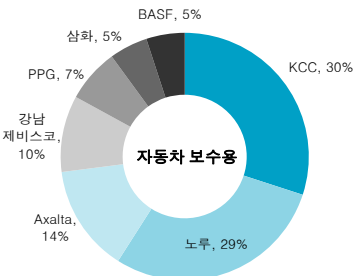
주: 2016년 말 기준
자료: CMRI

[그림 10] 국내 도로시장 점유율



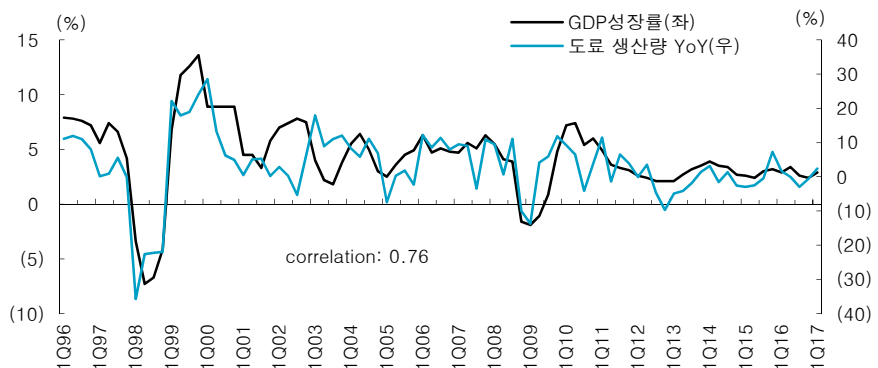
주: 2016년 말 기준
자료: CMRI

[그림 11] 자동차 보수용 도로 시장 점유율



주: 2016년 말 기준
자료: CMRI

[그림 12] GDP 성장률과 도로 생산량



자료: 통계청, 한국투자증권

도로 생산량, GDP와의 상관계수 0.76

도로 생산량은 GDP와의 상관계수가 0.76로 비교적 높다[그림 12]. 제품의 가치 향상을 위해 자동차/조선/가전/가구 등 모든 산업에 사용되기 때문이며 사용면적도 넓어지는 추세다. 2012년 이후 부진했던 도로 생산량은 2016년 4분기부터 증가하고 있다. 1) 주택 입주 증가에 따른 건축용 도로 생산량 증가, 2) 주택시장과 연관된 가구용(목공용) 도로 생산 증가, 3) 철강/조선/IT 등 전방산업의 호조 영향이다. 상위 도로업체에 중요한 제품군은 특수도로를 사용하는 조선/IT/자동차/가구 등인데, 이들 산업이 회복세에 있다는 점이 시간이 갈수록 도로업체들의 실적이 개선될 것으로 예상하는 주요 근거가 된다.

2018년까지 건축용과 목공용 도로 강세

올 하반기부터 2018년까지는 건축용과 목공용 도로의 생산량이 증가할 것으로 예상된다. 건축용 도로는 경쟁자가 많아 가격할인이 심하다. 따라서 상위사들은 선별적으로 수주하고 있다. 조광페인트의 경우 입주량 증가에도 불구하고, 수익성 낮은 건축용 도로의 생산량은 늘지 않으나, 목공용 도로 생산량은 입주량과 비례해 증가하고 있다.

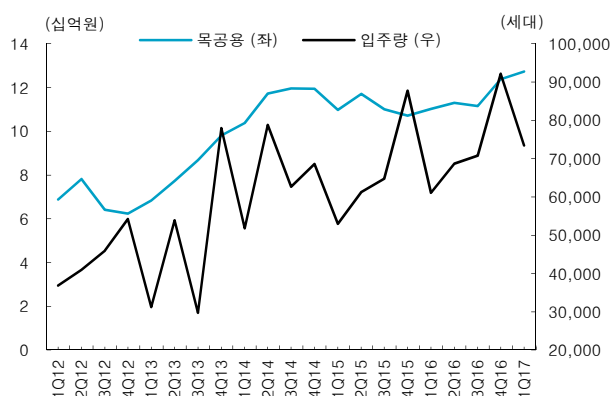
조선용 도료는 2017년 바닥

조선용 도료는 올해까지 부진하겠으나 바닥을 확인했다는 점이 중요하다. 2016년에는 글로벌 신조 발주가 20년만에 최악이었으나 2017년 상반기 한국 조선사들의 수주는 전년동기 대비 7배 늘어났다. 최근 신조는 과거와 달리 단납기로 발주돼 2019년 슬롯이 거의 채워졌다. 이는 2018년부터 도로업체들의 매출이 본격 증가할 것임을 의미한다. 조선용 도료는 70%가 신조 물량, 30%는 보수용이라 2017년 신조 도로 생산량이 30% 이상 감소함에도 불구하고, 전체 조선용 도로 생산량은 20% 내외 줄어드는데 그칠 전망이다.

글로벌 도로 시장, PPG의 악조노벨 인수 시도

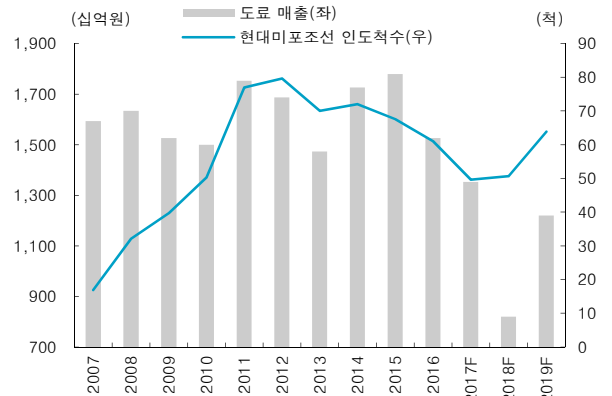
조선용 도로 시장의 1위는 KCC, 2위는 악조노벨과 노루홀딩스가 4:6으로 합작한 IPK, 3위는 조광요턴이다. 최근 악조노벨과 미국 PPG그룹의 합병이 거론되고 있다. 4월 PPG는 마지막으로 악조노벨에 인수를 제안했으나 악조노벨은 이를 거절했다. 그러나 행동주의 헤지펀드인 엘리엇의 압력이 가중되고 최근 악조노벨 CEO가 사임하는 등 합병 가능성이 높아지고 있다. 글로벌 1,2위의 합병이 성사되면 JV인 IPK의 영향력이 커질 것이다.

[그림 13] 조광페인트의 목공용 도로 생산량 VS 입주량



자료: 조광페인트, 한국투자증권

[그림 14] 현대미포조선의 delivery schedule 과 KCC 도로 매출



자료: 조광페인트, 한국투자증권

3. C(원재료): 가격 급변기를 지나

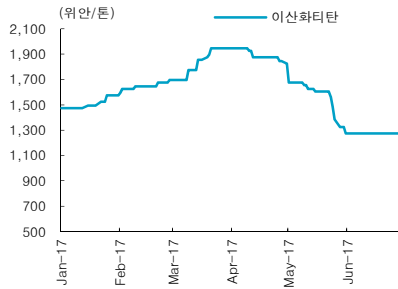
도로의 구성요소는 수지, 안료, 용제, 첨가제

도로의 구성요소는 네 가지다. 1) 수지(resin): 도로의 골격으로 여기에서 도로 기능이 결정된다. 2) 안료(pigment): 색상을 가진 분말로 도로에 색을 부여한다. 3) 용제(solvent): 도로에 섞어 도로를 묽게 함으로써 도장 작업을 용이하게 한다. 신나(thinner)가 대표적인 용제 혼합물 중 하나다. 4) 첨가제(additive): 물성과 작업성능을 향상시킨다.

이산화티탄, 자일렌, 톨루엔 등 주요 원재료 가격 안정

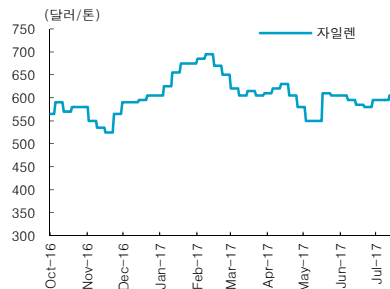
이들을 생산하는 데에는 TiO_2 (이산화티탄), 자일렌, 솔벤트, 톨루엔 등이 사용된다. 제조 원가 중 원재료 비중은 75%로 수입산이라 환율과 유가에 민감하다. 비중이 큰 재료는 이산화티탄이다. 3월에 이산화티탄 가격이 연초대비 32% 급등해 도료업체의 수익성이 악화됐다. 그러나 6월부터 안정돼 현재 가격은 연초대비 14%, 고점대비 35% 하락했다. 자일렌과 톨루엔도 1분기에 급등했으나 현재 고점대비 각각 13%, 22% 하락해 안정된 상태다.

[그림 15] TiO_2 가격 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 16] 자일렌 가격 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 17] 톨루엔 가격 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

4. 진화하는 페인트, top pick 은 KCC

도료산업의 친환경 규제 강화

도료산업에 대한 규제가 강화되고 친환경 제품에 대한 요구가 늘어나며 상위사 위주로 신제품 출시가 늘고 있다. 국내 도료업계는 환경규제 강화와 친환경 제품 욕구를 충족시키기 위해 고부가가치 제품과 수용성 제품 개발에 노력하고 있다. 향후 원자재 가격 상승과 경쟁 심화에 대비, 고기능 제품의 비중을 늘림으로써 제품 믹스를 개선하기 위함이다.

VOC 저감이 핵심

도료에서 발생하는 휘발성유기화합물(VOC)은 스모그와 오존생성을 야기한다. VOC의 배출원은 자동차 48%, 도장시설 33%, 주유소 8% 등이다. VOC는 타 오염물질과 다르게 배출원이 고정돼 있지 않고 수송과 도장과정에서 증발과 누출로 배출된다. 환경 관련법은 추세적으로 강화되는 추세라 도료업계는 ASP 상승에 따른 시장 성장을 기대할 수 있다.

자동차용 도료에서 환경규제 강화

도료에 대한 환경규제는 자동차 도료에서 두드러진다. 현대차와 르노삼성 등 수출국의 환경규제로 현행법보다 더 강화된 수용성 도료의 사용 비중이 100%에 이른다. 기아차는 수출국이 늘어나 현재 50% 수준인 수용성 도료 비중이 점차 100%에 육박할 것으로 보인다. 그러나 보수용 도료 시장은 수용성 도료 사용이 아직 정착되지 못했다. 수입차와 현대차 등 주요 자동차 직영서비스 센터에서는 수용성 도료를 사용하나 중소형 공업사에서는 거의 사용하지 않는다. 결국 보수용 시장도 수용성 도료로 재편될 것이다.

건축용 도료에서도 친환경/에너지 절감 제품 개발

에너지 절감과 안전규제에 부응하기 위해 화재 시 2시간 이상 내화성능을 갖춘 친환경 에폭시 내화도료를 개발하고 있다. 또한 차열 제품 개발도 활발한데 6월 27일 전면 시행된 '에너지 소비총량제'로 건축물의 열을 차단하는 도료에 대한 수요가 늘고 있기 때문이다.

UV 분체형의 고성장

도료는 건조기구별로 액상형과 UV분체형으로 나뉜다. 최근 UV분체형 도료시장이 빠르게 커지고 있다. 분체도료는 면적이 넓고 모양이 복잡한 가전/건자재/자동차 등에 사용하기 쉽고 제조과정에서 공업용 폐수도 발생하지 않는다. 판가도 액상도료보다 높아 수익성을 견인한다. 이 시장에서 조광페인트가 우위를 점하고 있다.

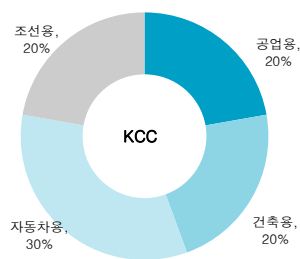
도료업종 top pick 은 KCC,
조선업 전방 회복이 key

도료업종 top pick은 KCC이며 업계 5위권내 업체들의 매수를 권유한다. KCC는 1분기에 도료 ASP를 인상하기 시작해 대부분 제품군에서 가격 현실화에 나섰다. 가격 인상이 적용될 하반기부터 실적 개선폭이 커질 것이다. 무엇보다 조선업 회복이 포인트다. 그간 실적이 양호했음에도 de-rating됐던 것은 조선업 하강사이클 때문이었으나 현재 현대중공업 그룹은 이미 내년 슬롯을 채운 상태다. 가격인상이 합리적으로 이뤄져 2014년 수준의 영업이익률만 도달해도 EPS는 2017년 기준 전망대비 19%, 2018년 8% 증가한다.

스몰캡 중 조광페인트 매력적
목공용 도료 1 위

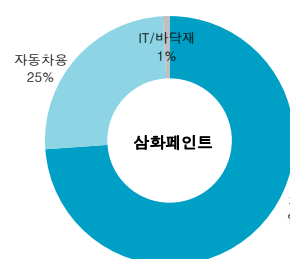
스몰캡 중에서는 조광페인트를 추천한다. 목공용 도료 1위 업체로 한샘, 현대리바트, LG하우시스 등 전자재기업에 납품한다. 올해 조광요턴의 지분법이익은 건조량 감소로 전년의 절반인 30억원에 그치겠으나 2018년부터 개선될 전망이다. 조광요턴은 노르웨이 요턴과 합작한 JV로 한국뿐 아니라 중국 등 아시아 조선사 물량도 수주한다. 부채비율 42%, PBR 0.7배로 지분법이익 악화를 감안해도 2017F PER이 7.5배에 불과하다.

[그림 18] KCC 도료 용도별 구분



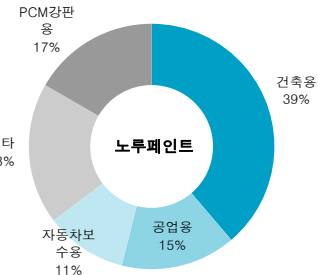
주: 2016년 말 기준
자료: KCC, 한국투자증권

[그림 19] 삼화페인트 용도별 구분



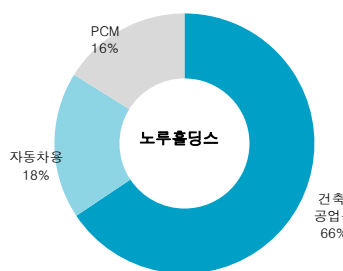
주: 2016년 말 기준
자료: 삼화페인트, 한국투자증권

[그림 20] 노루페인트 도료 용도별 구분



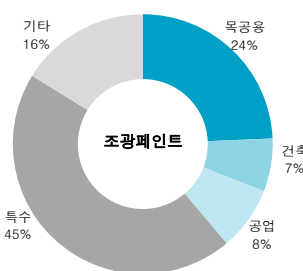
주: 2016년 말 기준
자료: 노루페인트, 한국투자증권

[그림 21] 노루홀딩스 도료 용도별 구분



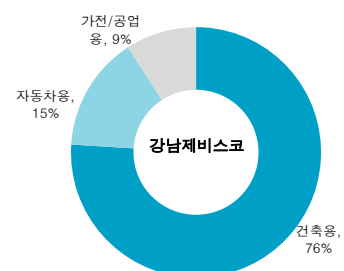
주: 2016년 말 기준
자료: 노루홀딩스, 한국투자증권

[그림 22] 조광페인트 도료 용도별 구분



주: 2016년 말 기준
자료: 조광페인트, 한국투자증권

[그림 23] 강남제비스코 도료 용도별 구분



주: 2016년 말 기준
자료: 강남제비스코, 한국투자증권

<표 2> KCC 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출	787	909	857	938	843	990	903	991	3,414	3,490	3,727	3,889
YoY	2.1%	5.9%	-1.0%	1.9%	7.2%	9.0%	5.3%	5.7%	0.4%	2.2%	6.8%	4.4%
도료	362	399	352	399	348	421	339	419	1,601	1,513	1,527	1,551
전자재	312	360	352	380	356	409	413	401	1,323	1,404	1,580	1,719
기타	157	190	189	205	185	200	190	245	708	741	820	820
영업이익	86	105	99	37	71	97	101	69	309	327	338	404
YoY	26.5%	27.4%	-0.8%	-38.2%	-16.8%	-7.7%	1.8%	88.8%	13.0%	5.6%	3.6%	19.5%
도료	37	46	32	5	20	21	22	25	157	120	89	118
전자재	45	57	56	35	44	70	74	35	166	192	222	254
기타	0	(1)	8	(8)	3	4	2	3	(26)	(0)	13	18
영업이익률	10.9%	11.6%	11.5%	3.9%	8.4%	9.8%	11.2%	7.0%	9.1%	9.4%	9.1%	10.4%
도료	10.4%	11.4%	8.9%	1.2%	5.8%	5.1%	6.3%	6.1%	9.8%	7.9%	5.8%	7.6%
전자재	14.3%	15.9%	15.8%	9.1%	12.3%	17.0%	17.8%	8.6%	12.6%	13.7%	14.0%	14.8%
순이익	59	60	63	(30)	34	56	72	49	184	152	211	276

자료: KCC, 한국투자증권

〈표 3〉 KCC 목표주가 산출 내역

(단위: 십억원)

항목	Base	Note
1. 영업가치	3,342	
NOPLAT	278	12개월 forward
Target multiple	12.0	
2. 주요 투자자산 가치	2,794	
1) 삼성물산	1,876	지분 8.97%
2) 현대중공업 그룹 4사	918	지분 7.0%
3. 순차입금	793	2017F
목표주가	510,000	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 주요 도로 업체의 손익

(단위: 십억원)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1Q16	1Q17	1Q17 YoY
삼화페인트	매출	342	384	414	435	499	527	507	482	104	105	1.8%
	원가율	83.3%	84.9%	82.7%	81.9%	78.6%	79.6%	77.5%	79.1%	77.2%	83.3%	6.1%
	영업이익	17	10	19	23	43	46	32	19	4	(3)	nm
	영업이익률	5.1%	2.7%	4.6%	5.2%	8.7%	8.7%	6.2%	3.9%	3.8%	-3.1%	-6.9%
	순이익	16	8	13	16	29	36	25	14	2	(4)	nm
노루페인트	순부채	53	71	72	69	62	52	73	93	85	103	21.6%
	매출	256	301	387	419	433	458	462	479	104	115	10.0%
	원가율	80.6%	82.2%	81.1%	79.7%	78.2%	76.2%	74.2%	73.2%	73.5%	76.2%	2.7%
	영업이익	10	10	14	17	21	27	31	31	5	5	-13.4%
	영업이익률	4.0%	3.2%	3.5%	4.1%	4.8%	5.9%	6.6%	6.5%	5.1%	4.0%	-1.1%
강남제비스코	순이익	3	6	9	5	12	15	33	10	3	1	-58.9%
	순부채	104	97	93	139	145	137	123	109	137	130	-5.2%
	매출	224	260	339	366	383	378	335	332	74	78	4.8%
	원가율	83.2%	86.0%	86.4%	84.9%	83.2%	81.9%	79.2%	78.3%	78.7%	81.0%	2.3%
	영업이익	16	14	18	28	34	38	38	37	8	6	-23.1%
조광페인트	영업이익률	7.1%	5.4%	5.4%	7.6%	8.8%	10.1%	11.4%	11.1%	10.3%	7.6%	-2.8%
	순이익	25	22	25	31	42	42	43	37	9	7	-19.8%
	순부채	(31)	(32)	(47)	(58)	(92)	(122)	(150)	(153)	(150)	(153)	nm
	매출	143	153	167	173	185	194	189	189	42	51	19.8%
	원가율	82.8%	84.3%	85.8%	84.6%	83.2%	79.8%	78.0%	77.5%	76.7%	79.5%	2.8%
조광페인트	영업이익	8	8	6	7	10	16	18	17	3	3	5.3%
	영업이익률	5.7%	5.2%	3.8%	4.1%	5.5%	8.4%	9.7%	8.8%	7.5%	6.6%	-0.9%
	순이익	15	13	6	13	12	17	19	18	7	1	-85.3%
	순부채	27	25	48	46	41	42	26	15	26	15	-43.2%

자료: 각사, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	KCC(002380)	조광페인트(004910)
KCC(002380)	2015.08.16	매수	610,000 원		
	2017.03.05	매수	450,000 원		
	2017.07.24	매수	510,000 원		
조광페인트(004910)	2017.07.14	NR	-		

Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 24일 현재 KCC, 조광페인트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장지수 대비 -15~-15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.