

2023년 09월 18일 | 키움증권 리서치센터
에너지·화학·스몰캡 | 산업분석

더 글로벌: 찾았다, Coating

에너지/화학 정경희 caychung09@kiwoom.com
스몰캡 김학준 dilog10@kiwoom.com
RA 신대현 shin8d@kiwoom.com
RA 조재원 jwon2004@kiwoom.com



I Contents

I. Summary 3

II. 글로벌: Coating 발견 5

III. Q(Volume): 건설용 수요 정체 11

IV. Q(Volume): 조선&자동차(+) 18

V. C(Cost): 약세 전망 우위 24

VI. 기업 분석 31

- 1. KCC (002380) Buy, TP 350,000원
- 2. 노루홀딩스 (000320) Not Rated

VII. 밸류에이션 테이블 38

I. Summary





Summary

>>> Coating: 가격 상승과 원재료 약세 → 마진 개선의 선순환

- 글로벌 화학에서 Paint섹터 이익 성장세 발견, 특히 이는 기능성 도료인 Coating에서 두드러져
- Q(판매량): 판매량은 연도별 증감 나타나며, 최근 역성장 발생, 이는 주로 착색 도료(Paint)인 건설부문에서 기인
- P(가격): 그림에도 불구하고, 기능성 도료(Coating)인 조선과 자동차향에서 가격 상승세 지속, 이는 탄탄한 전방산업 수요 성장과 상대적으로 낮은 민감도, 대체재 부족에 따른 가격결정력의 결과로 이해
- C(비용): Epoxy Resin, TiO₂, BTX 등 주요 원재료 '23년 하반기 전망 약세, '24년 이후에도 일부 시장 제외하고 약세 전망 우세

>>> Q(자동차 및 조선향): 중장기 성장 추세

- 도료 중 건설 수요는 주로 Paint향, 신규 착공 및 리모델링 수요가 중요
- 자동차 및 조선향 Coating 수요는 Lagging 영향 감안시 '25년 이후까지 중장기 탄탄한 수요 성장 예상

>>> Q(건설용): 단가는 상단에서 안정세, 건축용 경쟁강도 심화 전망

- 도료 중 건설 수요는 주로 Paint향, 신규 착공 및 리모델링 수요가 중요
- 도료 및 페인트 가격은 2020년 이후 유가 급등에 따라 가격 인상을 지속적으로 단행 후 안정화
- 건설용 도료는 내년 상반기까지 수요 유지 전망: 착공 추이가 작년부터 감소하고 있고 올해 급격히 감소한다는 점은 향후 2~3년 이후 신축향 수요 감소가 예상됨에 따라 건축용 페인트의 경쟁강도가 더 강화될 것으로 전망
- 단, 화재에 강한 기능성 건축용 페인트의 성장 전망

>>> C(원재료) 점검: Epoxy, TiO₂, BTX 약세 전망 우세, 마진 개선 가능성 높여

- Epoxy Resin, TiO₂, BTX의 '23년 하반기 약세 전망 우세
- Epoxy의 경우 인도 등 특정 지역 제외시 건설용 수요 둔화와 초과 설비로 업황 개선세 더딜 수 있어
- TiO₂에서 일반 범용 제품군인 아타카제의 경우 초과 공급 물량 소화에 다소 시간이 소요될 듯
- 원유가에 연동되는 특성에도 불구하고, 각각의 수급상황에서 원재료 강세 국면은 당분간 이어질 가능성이 높지 않음
- 원재료 비중이 약 40~50%로 가장 높은 도료산업 특성상 원재료 약세는 마진 확대에서 가장 필수적인 요소 중 하나

>>> 투자 전략: Coating에 특화된 회사들 주목

- 업종 Top Picks: KCC 및 노루홀딩스



II. 글로벌: Coating 발견



◎ 도료는 크게 Paint와 Coating으로 구분

- Coating: 보호 또는 장식을 위해 표면에 적용된 재료 층. 습기, 열 또는 화학 물질에 대한 장벽을 제공 덮개
- Paint: 표면에 색상이나 장식을 추가하는데 사용되는 유색 액체 또는 물질. 브러시 또는 롤러를 사용해 착색된 액체

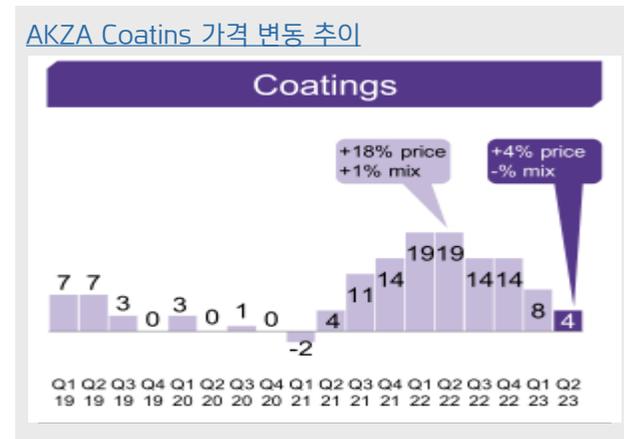
◎ 해외 실적에서 Coating 수익 성장세 발견

- Q(판매량)는 감소세도 나타났지만, P(가격 인상) 및 C(비용 하락)이 수익 성장 견인
- 전방 산업별로 착색이 주요한 Paint(건설)보다 기능 중심의 Coating(자동차/조선/항공 등) 선전
- 전방 산업 중 건설에서는 아시아 시장 약세, 아시아 시장 안에서는 인도 시장은 선전하였음

◎ 이에 따라 국내 도료(Paint 및 Coating)회사들의 투자 매력 점검



자료: Sherwin-Williams, 키움증권 리서치센터



자료: Akzo Nobel, 키움증권 리서치센터

- 미국에 위치한 글로벌 페인트 회사 중 하나로 항공, Refinish, 자동차, 조선 등 Coating에 강점
- 2분기 제품가 상승, 원재료 약세로 전년대비 매출액 6.3% 증가, EBITDA 31.4% 성장
- 부문별 전년대비 매출액 추이에서 수요 약세가 발견되는 산업과 지역은 COIL, Packaging, Asia
- 원재료 비용 약세(Mid to single digit down)를 전망

PCG 부문 매출액 증감 요인(YoY)



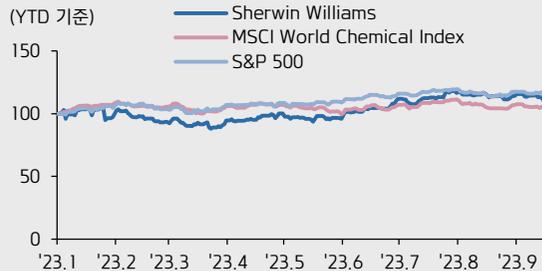
자료: Sherwin-Williams, 키움증권 리서치센터

2Q23 vs 3Q23E 전망: 자동차, 조선용 수요 견조



자료: Sherwin-Williams, 키움증권 리서치센터

상대 주가 추이 및 주요 재무제표

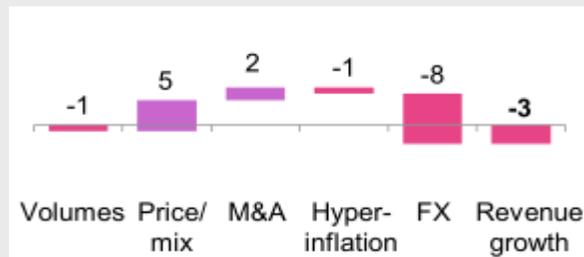


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

(Mil USD)	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E
매출	17,901	18,362	19,945	22,149	22,791	23,567
영업이익	2,496	2,891	2,661	3,001	3,594	3,851
OPM(%)	13.9%	15.7%	13.3%	13.5%	15.8%	16.3%
순이익	1,746	2,138	1,991	2,056	2,512	2,749
EPS(USD)	6.3	7.9	7.6	8.0	9.7	10.7
PER	31.2	31.6	47.3	30.2	26.9	24.3
PBR	13.0	18.2	37.7	24.5	18.2	15.9
ROE(%)	44.5%	55.3%	65.8%	82.3%	69.3%	72.0%
EV/EBITDA	18.2	19.2	27.8	21.6	19.0	17.8
배당수익률(%)	2.3%	2.2%	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%

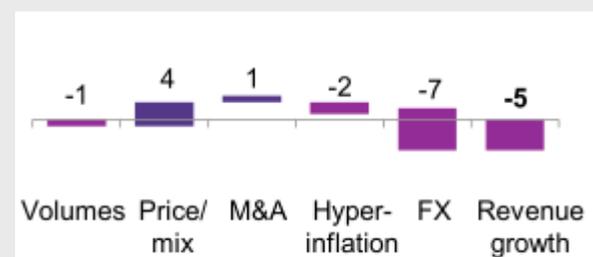
- 프랑스의 글로벌 페인트회사인 AkzoNobel 2분기 판매량 감소(Q)에도 수익성 개선
- AKZA '23년 전망: 매크로 경제 불확실성 하에서 판매량 성장은 부정적 영향을 받을 수 있으나 회사는 하락하는 원재료 비용이 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망함
- 2분기 Decorative Paints와 Performance Coatings 모두 가격 인상

Paints 부문 YoY 매출액 증감 요인



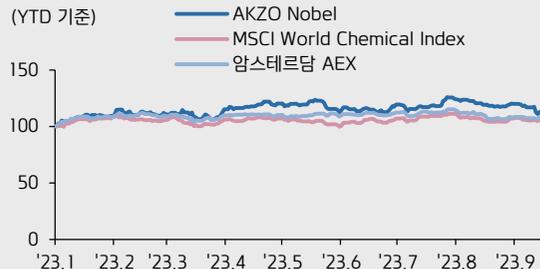
자료: AkzoNobel, 키움증권 리서치센터

Coating 부문 YoY 매출액 증감 요인



자료: AkzoNobel, 키움증권 리서치센터

상대 주가 추이 및 주요 재무제표

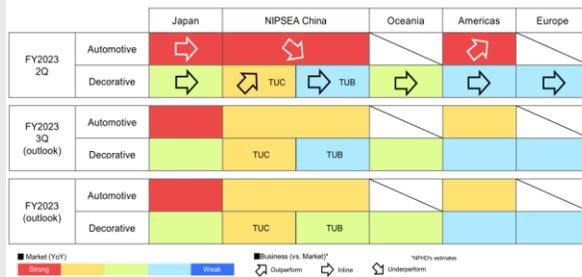


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

(Mil USD)	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E
매출	10,384	9,739	11,339	11,424	11,558	11,984
영업이익	1,109	1,217	1,292	831	1,171	1,398
OPM(%)	10.7%	12.5%	11.4%	7.3%	10.1%	11.7%
순이익	739	822	925	692	702	893
EPS(USD)	3.5	4.3	5.0	4.0	4.1	5.2
PER	37.3	26.4	21.7	30.2	19.2	15.3
PBR	2.8	2.9	3.2	2.5	2.7	2.5
ROE(%)	7.3%	11.9%	14.0%	13.5%	14.2%	17.4%
EV/EBITDA	14.1	12.6	13.9	13.1	11.9	10.4
배당수익률(%)	2.1%	2.2%	2.0%	3.2%	2.7%	2.9%

- ◎ 일본 양대 페인트 회사 중 하나로 글로벌 확장 전략을 지속 추진중
- ◎ 글로벌 시장에서 자동차 및 건설용 페인트에 집중, 자동차 선전으로 YoY OP +141.6% 시현
- ◎ 가격 상승 및 원재료 비용 약세에 따른 마진 개선 및 자동차부문 선전으로 성장 설명
- ◎ 전방산업내 Automotive(자동차) 및 Industrial(산업용)의 두드러진 선전으로 Coating 강세

Automotive 시장 긍정적 전망 (FY'23)



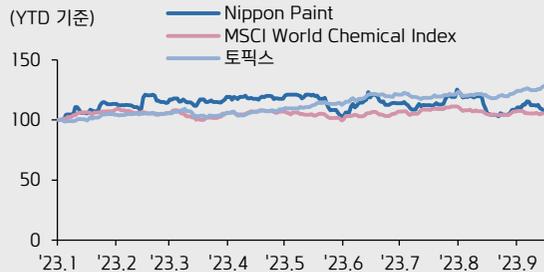
자료: Nippon Paint, 키움증권 리서치센터

주요 P/L(YoY, 연결)

	FY2022 1H ¹	FY2023 1H	YoY (%)
Revenue	622.0	692.9	11.4%
Operating profit	42.1	83.7	98.9%
OP margin	6.8%	12.1%	5.3pt
EBITDA	64.0	108.6	69.8%
EBITDA margin	10.3%	15.7%	5.4pt
Profit before tax	39.9	82.0	105.4%
Profit ²	27.0	60.9	125.8%

자료: Nippon Paint, 키움증권 리서치센터

상대 추가 추이 및 주요 재무제표

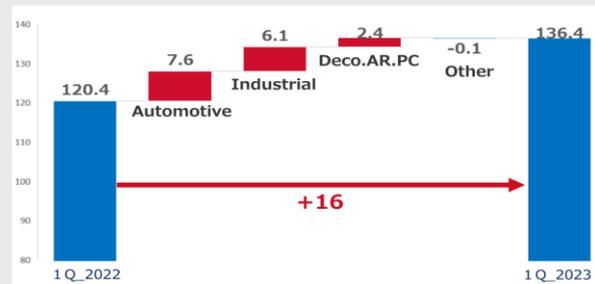


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

(Mil USD)	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E
매출	6,348	7,239	9,094	10,018	9,820	10,405
영업이익	830	830	819	863	1,076	1,174
OPM(%)	13.1%	11.5%	9.0%	8.6%	11.0%	11.3%
순이익	415	433	621	600	766	838
EPS(USD)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
PER	49.3	79.5	43.3	30.7	23.5	21.4
PBR	3.3	6.4	3.1	2.1	2.2	2.1
ROE(%)	8.4%	8.2%	8.9%	7.4%	9.6%	10.0%
EV/EBITDA	19.3	34.3	27.1	18.7	14.8	13.8
배당수익률(%)	0.8%	0.4%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%

- ◎ 일본 양대 페인트 회사 중 하나로 글로벌 확장 전략을 지속 추진중
- ◎ 2분기(FY1Q23) 전년대비 영업이익 42.6%, EBITDA 29.3% 증가
- ◎ 가격 상승 및 원재료 비용 약세에 따른 마진 개선 및 자동차부문 선전으로 설명
- ◎ 전방산업 내 Automotive(자동차) 및 Industrial(산업용)의 두드러진 선전은 Coating 강세

전방산업별 매출액 증감(YoY)



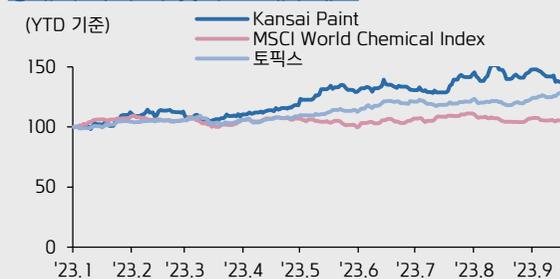
자료: Kansai Paint, 키움증권 리서치센터

주요 요인별 매출액 증감(YoY)

	FX impact	Volume	Price pass through, Product mix and other	total
Japan	0%	3%	7%	10%
India	0%	6%	0%	6%
Europe	-1%	1%	31%	31%
Asia	8%	-5%	10%	13%
Africa	4%	-3%	6%	7%
North America	13%	13%	6%	32%
Total	1%	3%	9%	13%

자료: Kansai Paint, 키움증권 리서치센터

상대 주가 추이 및 주요 재무제표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

(Mil USD)	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E
매출	3,855	3,743	3,440	3,733	3,690	3,772
영업이익	291	290	295	268	243	300
OPM(%)	7.6%	7.7%	8.6%	7.2%	6.6%	8.0%
손이익	150	176	157	198	169	366
EPS(USD)	0.6	0.7	0.6	0.8	0.7	1.6
PER	31.2	28.6	37.9	19.1	23.5	9.4
PBR	2.0	2.0	2.6	1.9	1.7	1.5
ROE(%)	6.1%	7.1%	6.0%	7.8%	7.8%	16.3%
EV/EBITDA	12.6	12.2	16.6	10.6	10.4	8.6
배당수익률(%)	1.1%	0.9%	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%



III. Q(Volume): 건설용 수요 정체

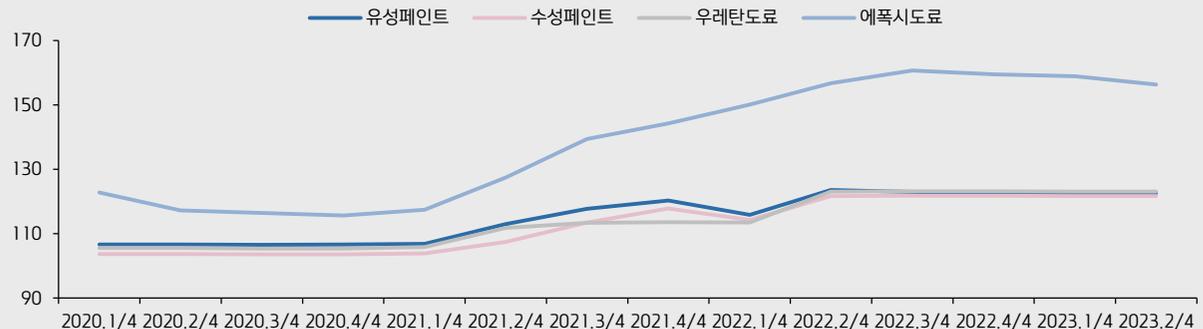
◎ 2021년~2022년 유가 상승기에 가격 상승 추세

- 도료 및 페인트 가격은 2020년 이후 유가 급등에 따라 가격 인상을 지속적으로 단행
- 길게는 1~2년전 계약(건축용 등) 등이 존재해 가격 전가가 쉽지 않은 구조
- 21년 및 22년 상반기까지 페인트 업체들의 판가 원재료 스프레드가 감소함에 따라 실적 부진이 지속

◎ 22년 3~4Q 이후 가격 안정화

- 최근 가격들은 작년 3~4Q까지 지속 상승 이후 가격이 높은 수준에서 지속 유지 중

페인트 및 도료 생산자물가지수 추이(기준=100)



자료: 통계청, 키움증권

◎ 건축용 도료는 일반도료, 바닥방수재, 내화도료 등으로 구분

- 가장 많이 활용되는 것은 콘크리트 건축물 내외부 및 철재 목재 등의 마감용으로 쓰이는 일반도료
- 단가가 높은 바닥방수재 도료가 수익성이 높아 인기 있음

◎ 마감재료의 불연에 대한 규제 강화로 내화 도료 및 무기질 바닥재에 대한 수요 확대 전망

- 최근 실제 화재상황을 구현해 건축자재를 시험하는 화재시험방식 도입 등 건축용 자재들에 대한 화재 안전 규제가 강화되고 있음
- 마감재의 난연성능 적용 확대로 강화되기 때문에 페인트에서의 내화도료의 수요가 확대될 것으로 전망
- 현재 내화도료 시장 약 2,000억원 규모로 추정
- 12층이 이상의 건축물은 3시간 이상을 초과한 성능이 필요하기 때문에 향후 채택률이 높아질 것으로 기대

건축용 도료 제품 종류

구분	용도	
일반 도료	수성 도료	콘크리트 건축물의 내외부용 도료
	알키드 도료	철재, 목재 등의 마감 도료
	아크릴 도료	콘크리트 건축물의 내외부용 도료 (유성 도료)
바닥 방수재	에폭시 도료	건축물 바닥재 (고경도 타입)
	우레탄 도료	건축물 바닥재 (탄성 타입)
	우레아 도료	방수재, 바닥재, 플랜트, 철재용 도료 (속경 타입)
	무기질 바닥재	주차장 바닥, 물류센터 등의 불연 바닥재
내화 도료	화재 시 건축물을 보호하는 내화 도료 (1시간 ~ 3시간 이상)	
기타 도료	특수 무늬 형성 및 각종 기능성 도료	

자료: 각종 자료, 키움증권

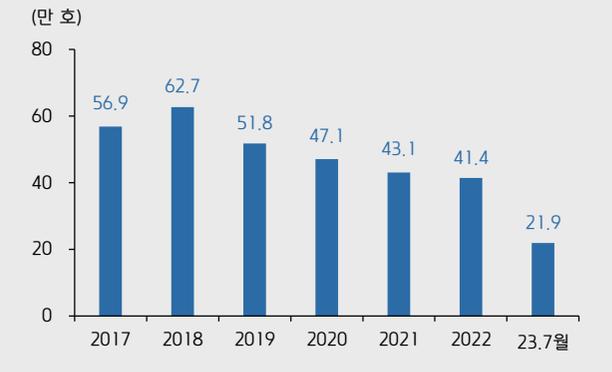
◎ 국내 주택건설 준공은 내년 상반기까지 수요가 유지될 것으로 전망

- 올해 7월까지 준공실적은 21.9만호로 작년 동기 21.5만호 대비 소폭 증가
- 페인트 수요가 주택 건설(기간 2~3년) 중 후반부에 발생한다는 점에서 내년 상반기까지는 안정적 수요가 기대

◎ 다만, 연간 추이는 지속적으로 하락하고 있어 경쟁강도가 더 강화될 것으로 전망

- 건설용 페인트는 KCC를 필두로 노루페인트, 삼화페인트, 강남제비스코, 조광페인트 등이 경쟁 중
- 현재 착공 및 분양, 인허가 등의 추이가 지속적으로 하락하고 있다는 점은 부담. 수도권은 기존 아파트들의 보수용 및 리모델링 수요가 증가하겠지만 지방 중심의 신축 수요 감소는 영향이 있을 것으로 판단
- 착공 추이가 작년부터 감소하고 있고 올해 급격히 감소한다는 점은 향후 2~3년 이후 신축용 수요 감소가 예상됨에 따라 건축용페인트의 경쟁강도가 더 강화될 것으로 전망
- 이에 따라 건축용 도료 매출 비중이 높은 업체들 대비 낮은 업체들이 장기 실적 유지에 유리할 것으로 전망

국내 연간 주택 준공 추이



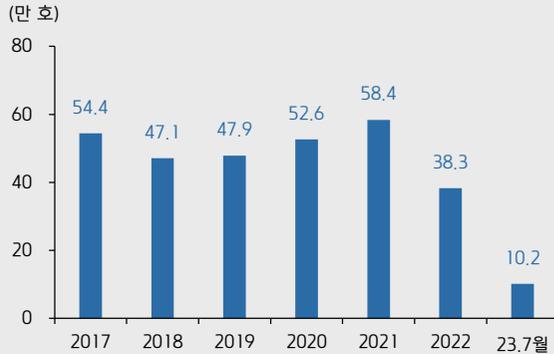
자료: 국토교통부, 키움증권

국내 월별 주택 준공 추이



자료: 국토교통부, 키움증권

국내 연간 주택 착공 추이



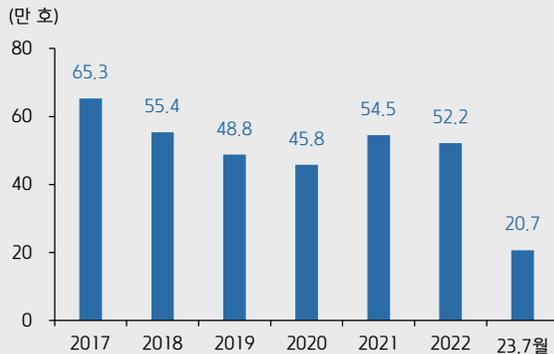
자료: 국토교통부, 키움증권

국내 월별 주택 착공 추이



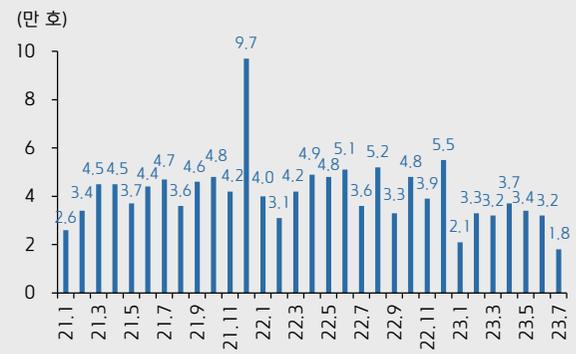
자료: 국토교통부, 키움증권

국내 연간 주택 인허가 추이



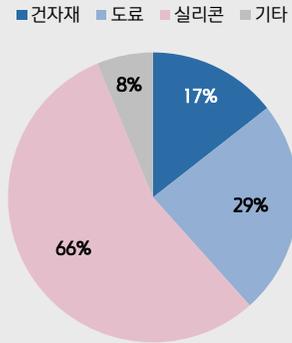
자료: 국토교통부, 키움증권

국내 월별 인허가 착공 추이



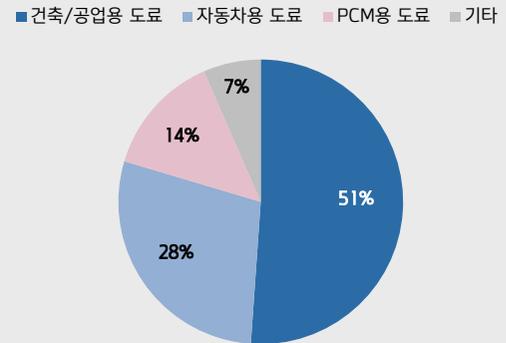
자료: 국토교통부, 키움증권

KCC 매출비중 (1H23)



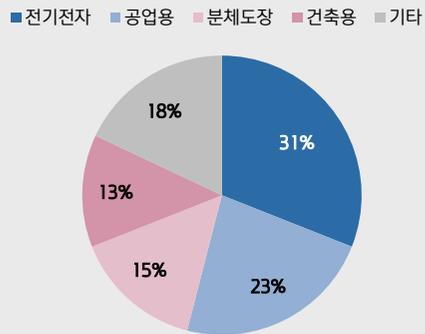
자료: 전자공시, 키움증권

노루홀딩스 매출비중 (1H23)



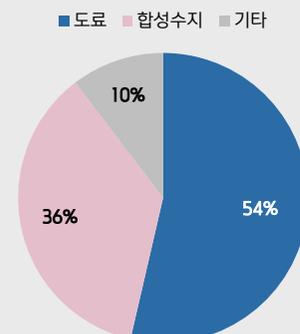
자료: 전자공시, 키움증권

조광페인트 매출비중 (1H23)



자료: 전자공시, 키움증권

강남제비스코 매출비중 (1H23)



자료: 전자공시, 키움증권

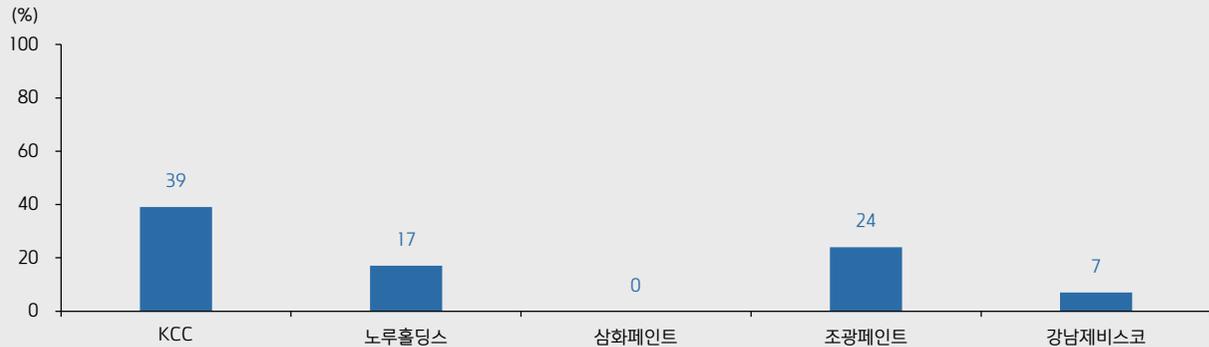
◎ 국내 페인트 수요는 대부분 내부에서 소비

- 자동차 및 조선, 건축용, PCM 도료는 대부분 국내에서 생산하여 국내에서 소비되고 있음
- 글로벌 도료 업체와의 가격경쟁이 해외에서 쉽지 않기 때문
- 국내 업체들의 수요가 있지만 현지 도료의 품질이 부족한 동남아를 중심으로 일부 수출이 발생하고 있음

◎ 공격적인 확장보다는 안정성에 초점을 둔 페인트 업체들

- 국내업체들은 수요가 제한되어 있고 건설경기가 부진한 여파로 공격적인 확장보다는 안정성에 초점을 맞추고 있음
- 이에 따라 전방산업 수요가 좋은 신차용 도료와 조선용 도료를 생산하는 업체들에 대한 관심이 필요
- 국내 업체들에서는 KCC와 노루홀딩스(비상장: 노루오토코팅 및 아이피케이)가 해당 사업을 영위

국내 업체들의 도료 부문 수출비중(1H23)



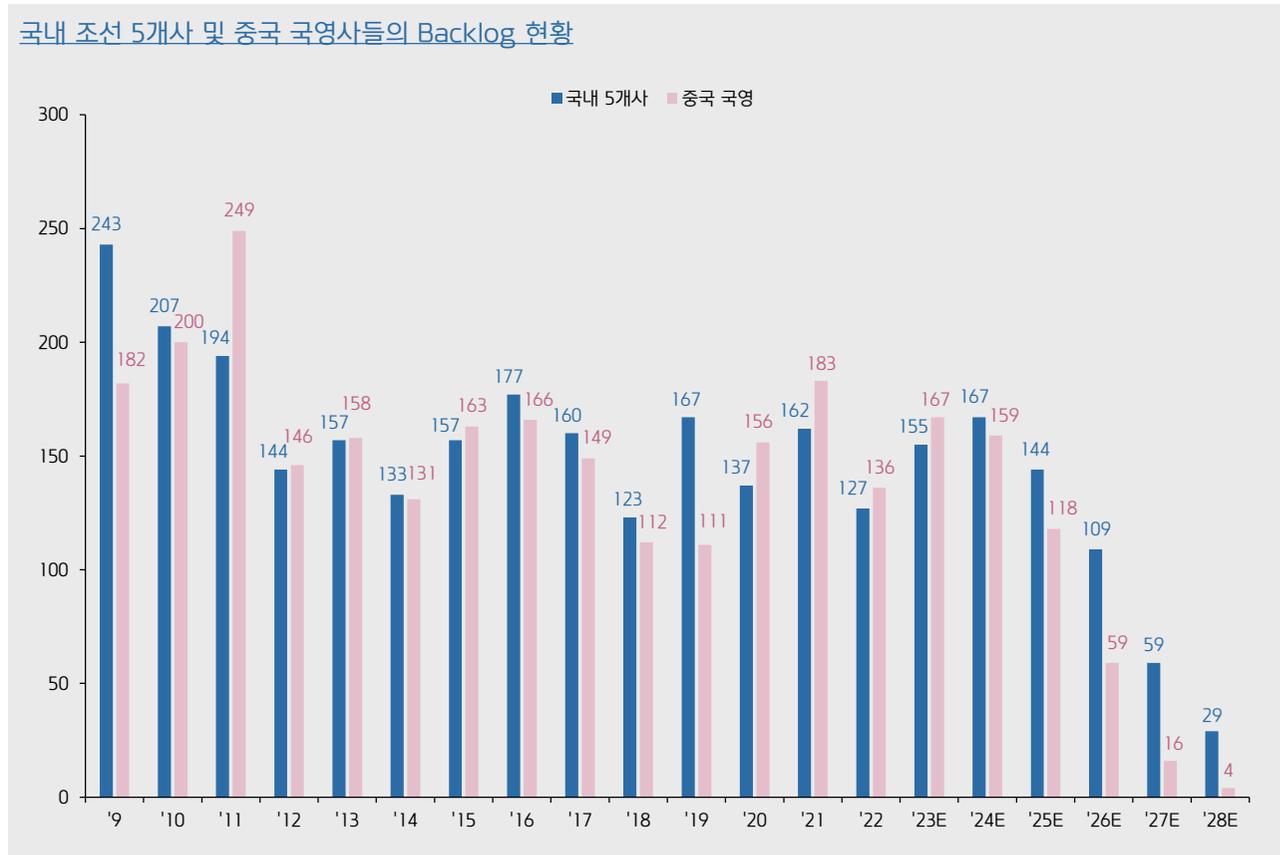
자료: 전자공시, 키움증권



IV. Q(Volume): 조선&자동차(+)

- ◎ 국내 조선 5개사 Backlog는 '22년 단기 저점 이후 '25년까지 상승세, 추가 수준 진행중
 - 국내 5개 조선사 Backlog 추이는 '22년부터 '25년까지 증가 중, 도료 Lagging 감안시 효과 장기화

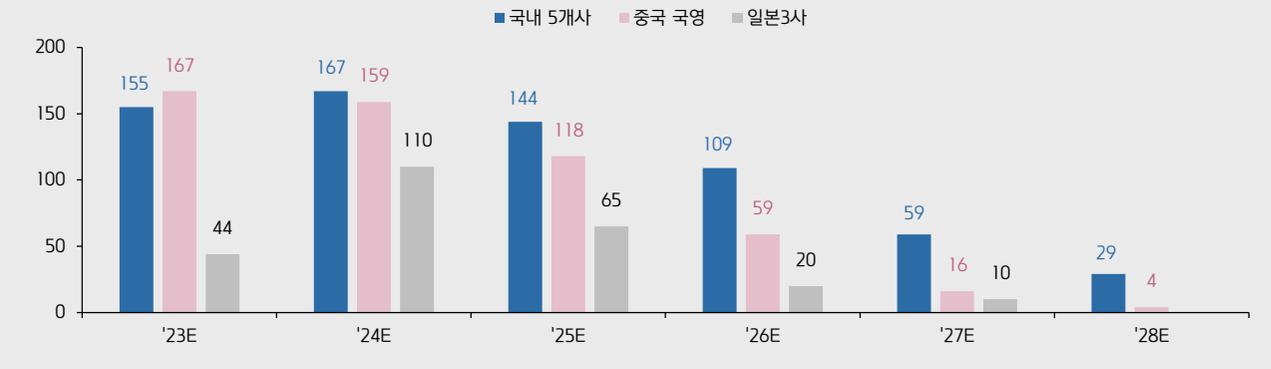
국내 조선 5개사 및 중국 국영사들의 Backlog 현황



자료: Clarksons, 언론기사, 키움증권 리서치센터

Q 1. 조선: Lagging으로 Coating 수요, 적어도 '26년까지 탄탄

한국, 중국, 일본 조선 Backlog



자료: Clarksons, 언론기사, 키움증권 리서치센터

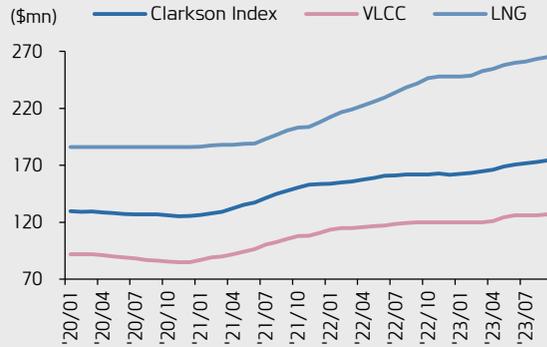
한국 Backlog 및 페인트 소비시 물량



자료: Clarksons, 언론기사, 키움증권 리서치센터

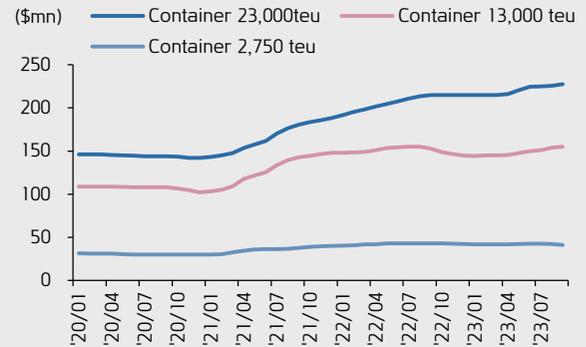
Q 1. 조선: 상승중인 선가, 곳곳에서 인심 난다

주요 선가 추이



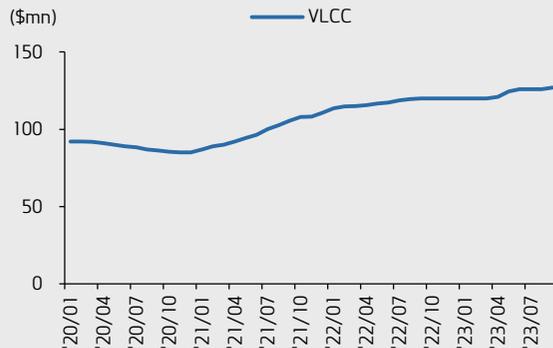
자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터

Container 선가



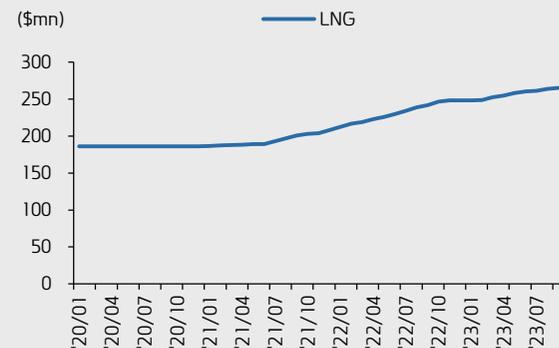
자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터

VLCC 선가



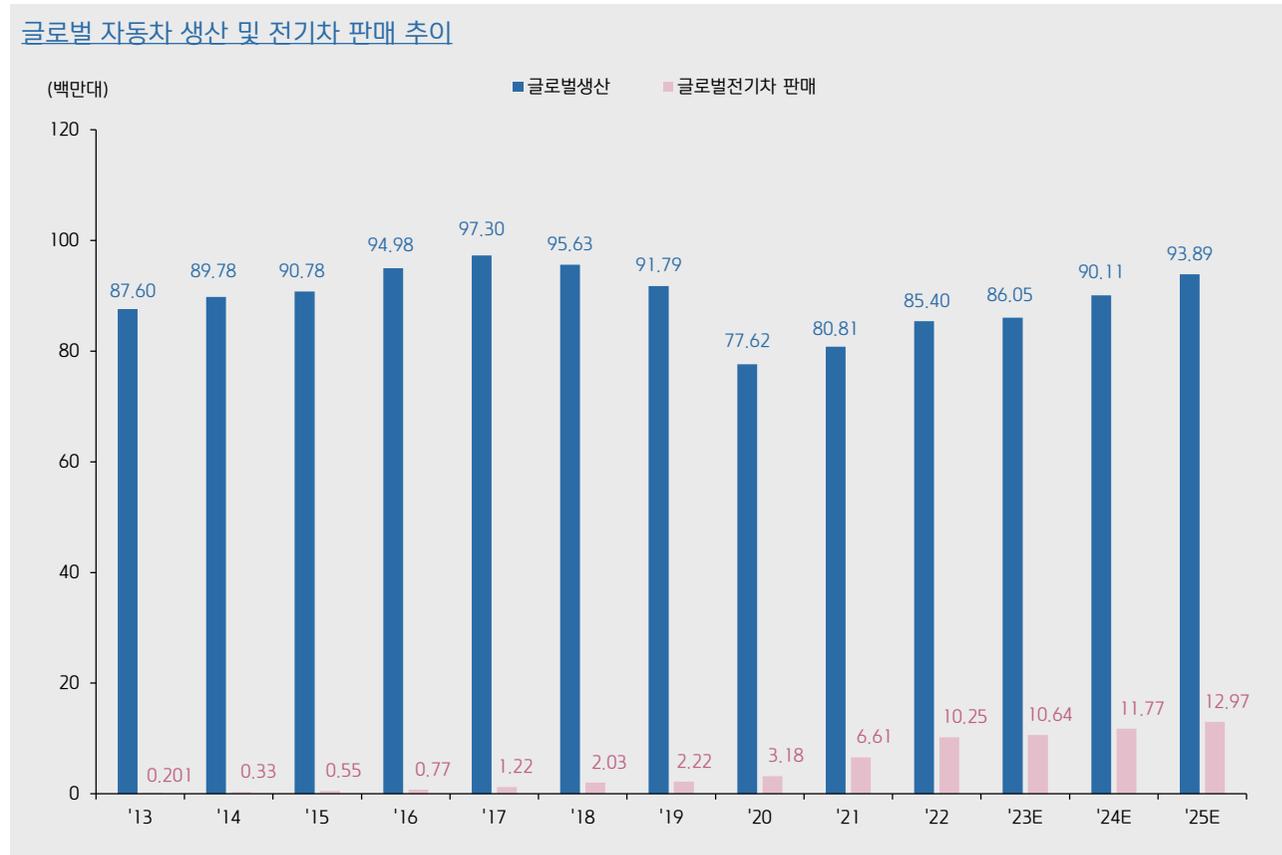
자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터

LNG 선가



자료: Clarksons, 키움증권 리서치센터

◎ 글로벌 자동차 및 전기차 판매 추이 및 전망에서 '25년까지 이상향



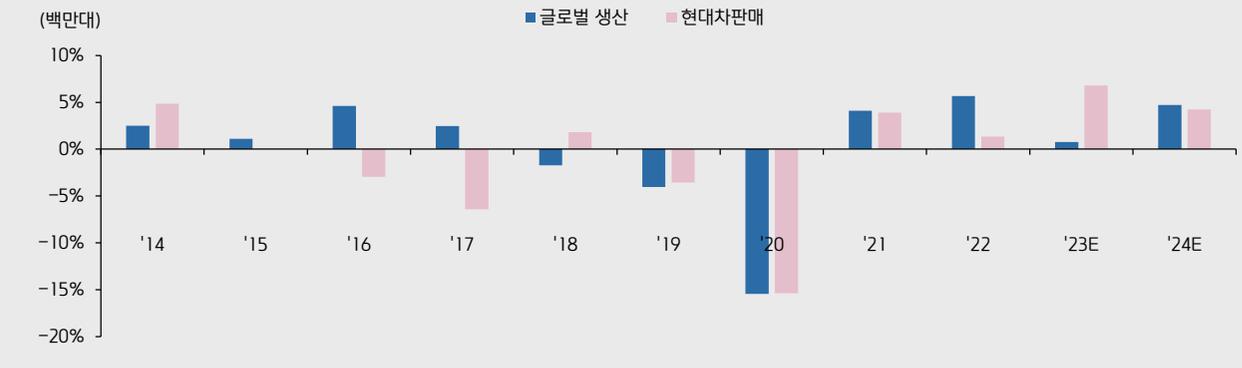
자료: Marklines, Statistics, 키움증권 리서치센터

국내 자동차 판매 및 생산 전망



자료: 현대차, 기아차, KAMA, 언론기사, 키움증권 리서치센터

글로벌 생산량 및 현대차 YoY 증감추이



자료: 언론기사, Bloomberg, KAMA, 키움증권 리서치센터

V. C(Cost): 약세 전망 우위

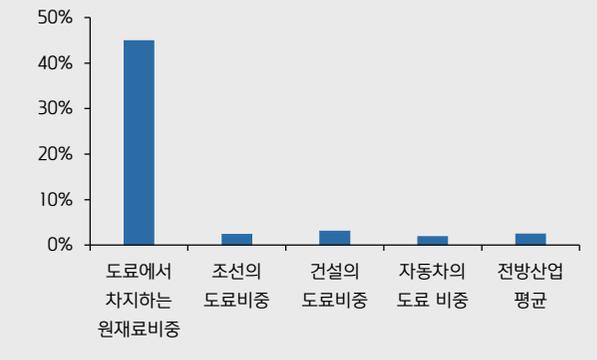


- ◎ 도료산업에서 원재료가격은 매출원가의 주요한 비중 차지
 - 원재료 가격 변동에 따라 비중차이가 있으나, 매출원가에서 가장 높은 비중 차지. 약 40~50% 수준
 - 특히 Coating과 같이 가격 결정력이 있는 제품군에서 주요 원재료 가격 약세는 마진 개선으로 직결

- ◎ 반면, 주요 전방산업에서 도료가 차지하는 원가 비중은 미미하여 가격 민감도가 낮음
 - 조선, 건설, 자동차 등 Coating과 Paint 전방산업의 경우 원재료 비중에서 도료가 차지하는 비중은 5% 미만
 - 낮은 원재료 비중은 도료 가격 인상에 대한 낮은 민감도로 이어져
 - 최근 약 5년간 글로벌 업체들의 가격 인상세 지속. 특히 '23년 상반기 일부 판매량 감소에도 불구하고 가격 인상은 공통적
 - Coating의 경우 그 기능성 측면이 중시되므로, 대체재가 부족한 특징. 이에 가격 인상이 수요 증감에 미치는 영향 제한적

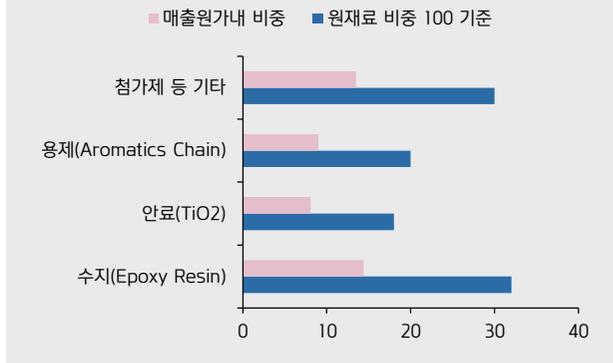
- ◎ 주요 원재료인 Epoxy Resin, TiO₂, 및 용제 가격 전망 점검

도료와 전방산업의 원재료가 차지하는 비중 차이



자료: 각 사 언론기사, 키움증권 리서치센터

국내 페인트사들의 원재료 비중 및 매출원가비중 추정



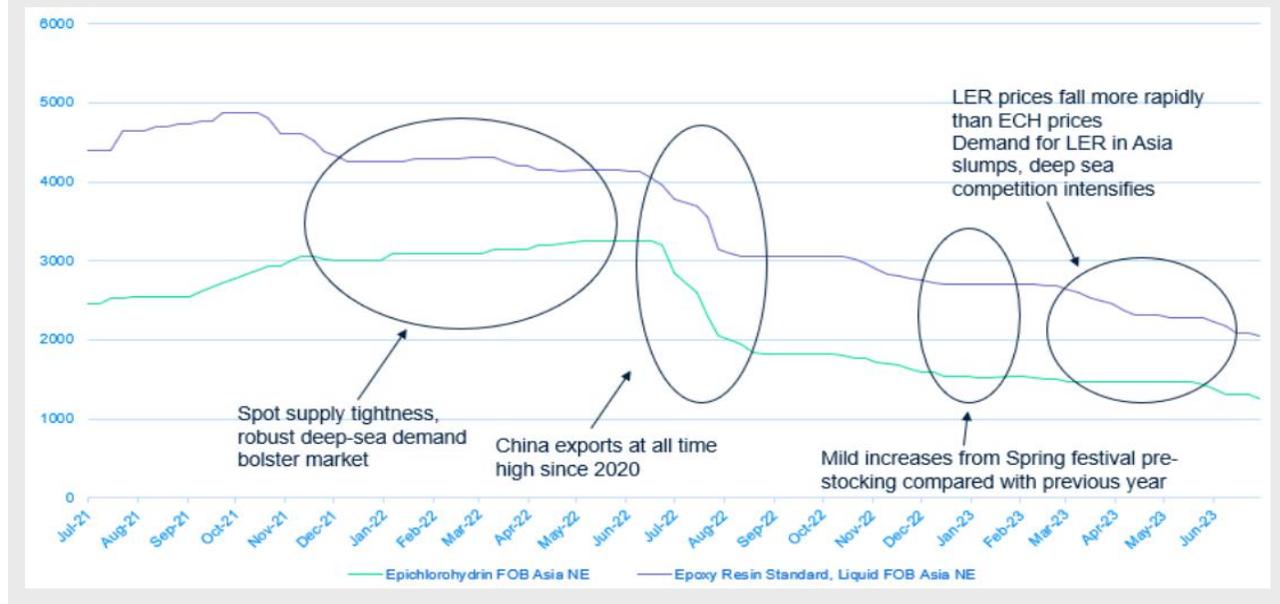
자료: 국내 페인트사들, 특허청, 안전저널, 키움증권 리서치센터

◎ Epoxy Resins 약세 전망 제기

- Epoxy Resin은 도료 원재료비에서 가장 높은 비중(30% 내외)을 차지하는 원료
- Epoxy Resin은 그 원료가 되는 ECH, BPA 가격에 연동해서 변하는 특성이 있음
- ICIS에 의하면 수요 약세 지속으로 '23년 하반기 ECH 및 LER(Liquid Epoxy Resins) 약세 지속을 전망
- 동북아시아 주요 생산사들은 재고 추이 및 가동률 추가 하향에 대한 검토 중인 것으로 언론에 보도

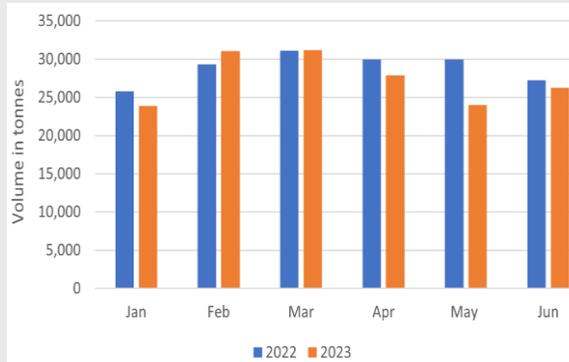
◎ 참고로, 지역별 수요성장률이 다르므로, 인도의 건설수요 성장률은 지역 Epoxy에 긍정적 뉴스

Asia ECH, LER(Liquid Epoxy Resins) 스팟 가격 추이



자료: ICIS, 키움증권 리서치센터

상반기 한국 LER 수출량 비교('22년 vs '23년)



자료: ICIS, 키움증권 리서치센터

한국의 5, 6, 7월 국별 수출량 추이

Country	May	Jun	Jul
Belgium	1,469	866	1,089
China	1,695	2,481	2,702
The Netherlands	2,228	1,247	1,107
India	1,848	2,351	1,717
Japan	865	1,318	1,258
Turkey	1,310	1,389	1,796
US	7,983	4,513	7,340

자료: ICIS, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 지역별 건설 수요 증감율(YoY)



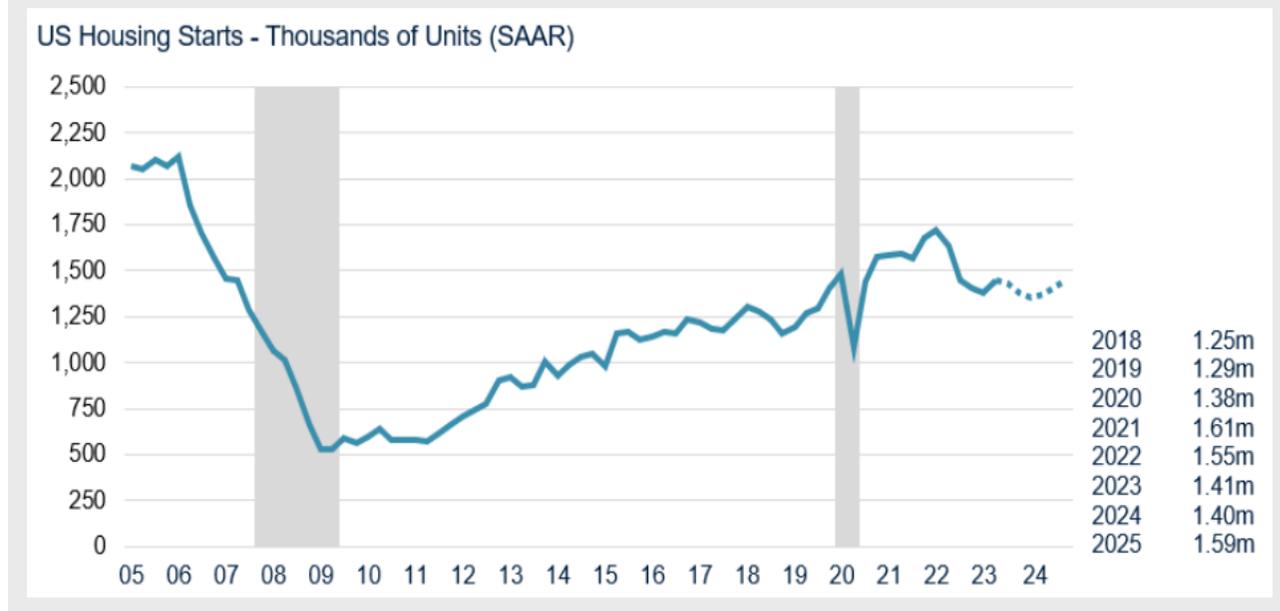
자료: Oxford Economics, 키움증권 리서치센터

◎ 안료(TiO2)는 도료 원재료 전체의 약 15~20% 비중 차지

- 페인트, Coating, 플라스틱, 제지, 잉크, 섬유, 음식 및 화장품 등에 사용되는 백색의 안료
- 도료용 안료로 주로 사용되는 타입은 아미타제 제형으로 아키타제는 수요에서 건설 비중이 높음
- 최근 금리 및 주택가격 상승에 따른 북미 신규 주택 착공 둔화는 북미 1위 안료 생산사인 Kronos의 신용등급 강등(S&P, B to CCC+)로 이어진 바 있음

◎ 하반기 및 내년 아미타제 안료의 약세가 지속될 것이라는 전망들이 있음

미국 주택가격 및 금리 인상에 따라 신규 주택 착공위축



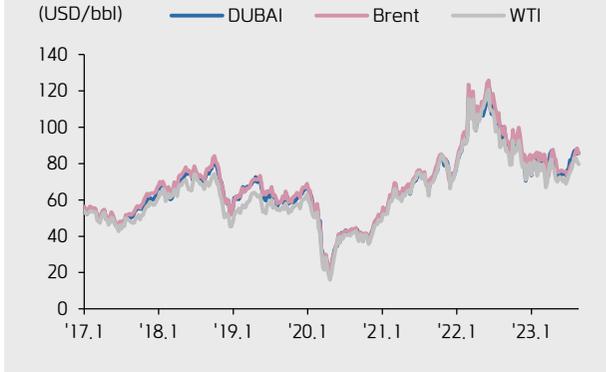
자료: ICIS, 키움증권 리서치센터

BTX 가격 추이



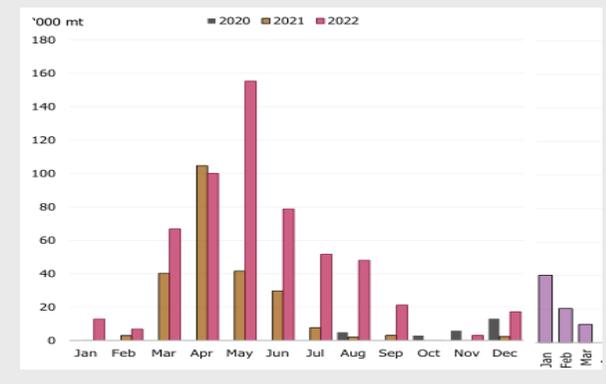
자료: Bloomberg, Ciscem, 키움증권 리서치센터

원유 가격 추이



자료: ICIS, 키움증권 리서치센터

Aromatics 중국 월별 수출량 증가



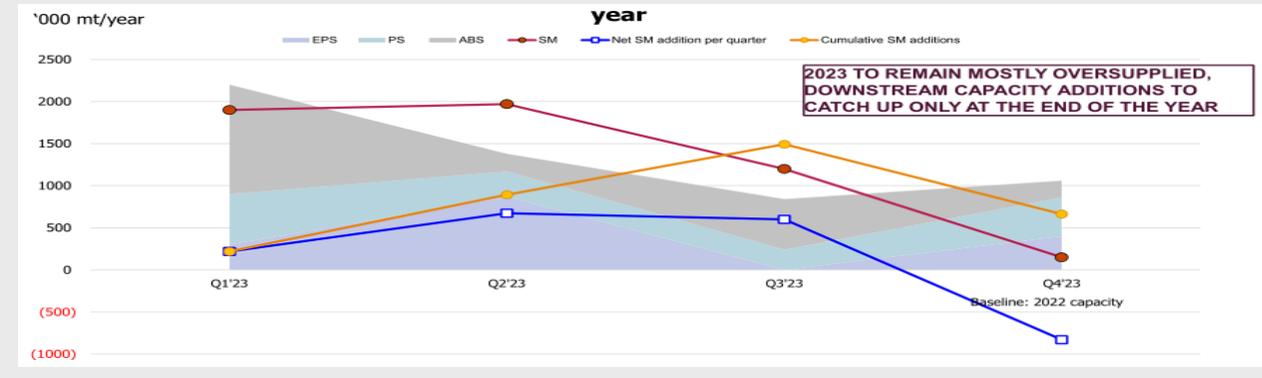
자료: S&P, 키움증권 리서치센터

중국내 Aromatics 신증설 계획

Company	Estimated startup	Capacity (kt/yr)
Satellite	Started in Jan 2023	600
PetroChina Guangdong	Started in Mar 2023	800
Zibo Junchen	Started in Apr 2023	500
Ningxia Baofeng	May 2023	200
Zhejiang Petroleum & Chemical	May 2023	600
Sinopec Luoyang	Q2 2023	120
Shenghong	H2 2023	450
Shandong Zhongtai	Aug 2023	600
Sinopec Anqing	Aug 2023	400
Yunnan Zibo	Q4 2023	150

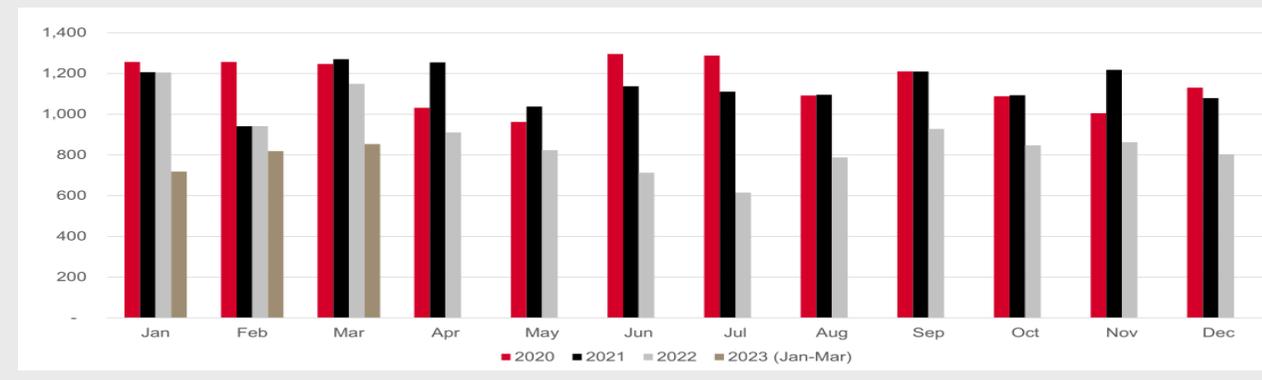
자료: S&P, 키움증권 리서치센터

SM 초과 공급 상황



자료: 언론기사, S&P Global, 키움증권 리서치센터

중국 PX 수입량 감소 추세(월별)



자료: 언론기사, S&P Global, 키움증권 리서치센터

VI. 기업 분석

1. KCC (002380)

Buy, TP 350,000원

2. 노루홀딩스 (000320)

Not Rated

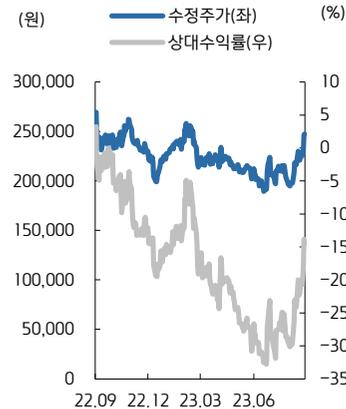


KCC (002380): 한국 대표 Coating Maker, 실리콘과 자산은 덤

BUY(Initiate)

주가(9/18): 265,500원
 시가총액: 23,594억원
 목표주가: 350,000원

KOSPI (9/18)	2,574.72pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
	269,500	189,500원
최고/최저가대비	-1.5%	40.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	35.1%
	6M	22.6%
	1Y	-1.3%
발행주식수	8,886천주	
일평균 거래량(3M)	33천주	
외국인 지분율	12.0%	
배당수익률(2023E)	3.9%	
BPS(2023E)	575,907원	
주요 주주	정몽진 외 13인	36.9%



◎ 한국 대표 Coating Maker, 마진 확대 구간 진입

- 국내 현대차 판매량은 '20년~'24년까지 CAGR +4%로 추정, 자동차향 Volume 증가 긍정적
- 글로벌 주요 선가 상승과 더불어 국내 조선 Backlog 증가로 조선용 도료 수요 성장 안정적
- 건설의 경우 '24년 하반기 이후 신규 착공이 감소할 듯, 리모델링 수요가 소폭 이를 보완할 것으로 예상
- 자동차와 선박용 Coating 마진은 원재료 약세(COGS 40~50%) 및 가격 인상으로 마진 확대구간

◎ Momentive와 자산 가치는 덤

- 국내 중심의 도료와 건자재 사업에서 '11년 영국 유기실리콘 생산업체인 Basildon을 인수, 해외 시장 진출을 시도하였고, '19년 미국 모멘티브 퍼포먼스머티리얼즈를 컨소시엄을 구성하여 3억달러(약 3.2조원)에 단행
- 다만 당분간 메탈실리콘 및 메탈을 원재료 변수 외에도 '22년 하반기 글로벌 증설로 실리콘 부문 이익 개선세 더딜 수 있음
- 단기적으로 Momentive의 IPO와 투자유가증권 보유에 따른 자산가치는 동사 EV를 상향시킬 수 있는 요소

◎ 투자의견 Buy, 목표주가 350,000원 제시

- '23~'25년 Coating 마진 확대 및 실리콘 부문의 점진적인 수익성 개선으로 4,000억원 이상의 OP 창출
- Momentive IPO에 따라 자산 유동화 가시화
- 글로벌 Coating사들의 EV/EBITDA 대비 해외 확장성 제한에 따라 약 40% 할인한 9x를 적용

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,874.9	6,774.8	6,265.1	6,601.2	6,955.4
영업이익	388.8	467.7	383.5	419.1	454.5
EBITDA	797.2	901.3	796.4	762.8	740.7
세전이익	112.9	112.0	87.0	126.2	166.1
순이익	-53.2	28.7	22.3	32.3	42.5
지배주주지분순이익	-45.8	33.9	26.3	38.2	50.2
EPS(원)	-5,152	3,811	2,961	4,297	5,653
증감률(% YoY)	직전	흑전	-22.3	45.1	31.6
PER(배)	-61.1	53.7	83.6	57.6	43.8
PBR(배)	0.56	0.36	0.41	0.39	0.37
EV/EBITDA(배)	8.6	7.0	7.5	7.3	6.8
영업이익률(%)	6.6	6.9	6.1	6.3	6.5
ROE(%)	-0.9	0.7	0.5	0.7	0.9
순차입금비율(%)	69.8	72.7	57.9	48.6	38.4

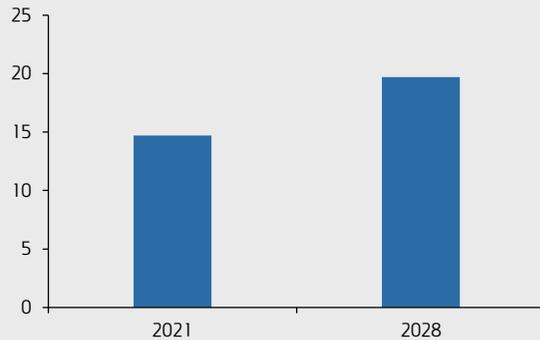
자료: 키움증권 리서치센터

처분가능주식 보유현황('23년 4월말 기준, 십억원)

	지분율(%)	평가금액
한국조선해양	3.9	234.3
현대모비스	0.0	0.2
HDC	1.8	7.0
HCD현대산업개발	2.4	18.8
현대코퍼레이션	12.0	27.6
현대코퍼레이션홀딩스	12.0	12.2
에이치엘디앤아이한라	9.8	9.2
HL홀딩스	4.1	14.3
삼성물산	9.2	1,864.2
		2,187.8

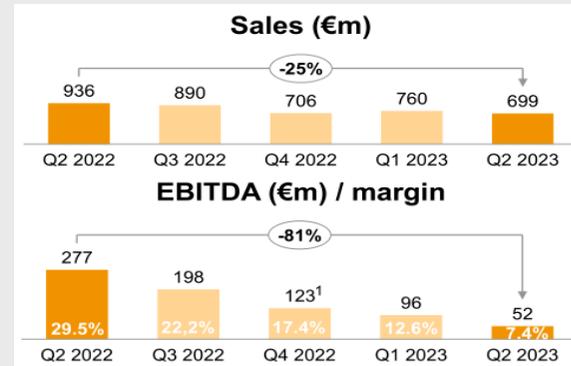
자료: KCC, 키움증권 리서치센터

실리콘 시장 성장성



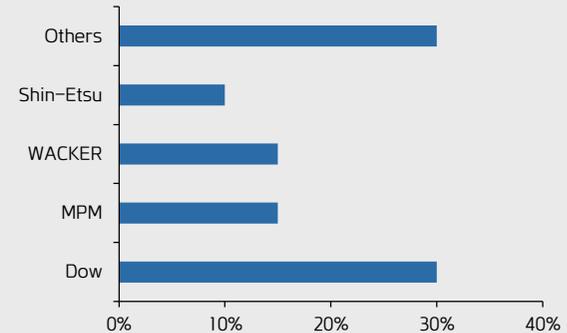
자료: Research and Markets, KCC, 키움증권 리서치센터

Wacker 유기실리콘 수요 약세 및 Destocking 진행



자료: Wacker 키움증권 리서치센터

글로벌 유기 실리콘 M/S



자료: KCC, JP Morgan, 키움증권 리서치센터

KCC (002380) 재무제표

에너지/화학

포괄손익계산서	(단위 :십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
12월 결산					
매출액	5,874.9	6,774.8	6,265.1	6,601.2	6,955.4
매출원가	4,548.3	5,289.9	4,938.3	5,203.3	5,482.4
매출총이익	1,326.6	1,484.9	1,326.8	1,398.0	1,473.0
판매비	937.8	1,017.2	943.3	978.9	1,018.5
영업이익	388.8	467.7	383.5	419.1	454.5
EBITDA	797.2	901.3	796.4	762.8	740.7
영업외손익	-275.9	-355.7	-296.5	-292.9	-288.4
이자수익	7.9	10.6	16.5	20.1	24.6
이자비용	142.4	178.3	178.3	178.3	178.3
외환관련이익	170.8	177.2	137.2	137.2	137.2
외환관련손실	147.4	187.3	102.9	102.9	102.9
종속 및 관계기업손익	191.6	25.1	25.1	25.1	25.1
기타	-356.4	-203.0	-194.1	-194.1	-194.1
법인세차감전이익	112.9	112.0	87.0	126.2	166.1
법인세비용	166.1	83.3	64.7	93.9	123.6
계속사업손익	-53.2	28.7	22.3	32.3	42.5
당기순이익	-53.2	28.7	22.3	32.3	42.5
지배주주순이익	-45.8	33.9	26.3	38.2	50.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	15.6	15.3	-7.5	5.4	5.4
영업이익 증감률	190.5	20.3	-18.0	9.3	8.4
EBITDA 증감률	43.9	13.1	-11.6	-4.2	-2.9
지배주주순이익 증감률	-107.7	-174.0	-22.4	45.2	31.4
EPS 증감률	전전	흑전	-22.3	45.1	31.6
매출총이익률(%)	22.6	21.9	21.2	21.2	21.2
영업이익률(%)	6.6	6.9	6.1	6.3	6.5
EBITDA Margin(%)	13.6	13.3	12.7	11.6	10.6
지배주주순이익률(%)	-0.8	0.5	0.4	0.6	0.7

재무상태표	(단위 :십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
12월 결산					
유동자산	3,668.1	4,029.8	4,475.2	5,007.5	5,652.5
현금 및 현금성자산	541.2	776.7	1,580.8	2,079.4	2,651.3
단기금융자산	618.3	421.9	287.8	196.4	134.0
매출채권 및 기타채권	1,115.7	1,190.5	1,101.0	1,160.0	1,222.3
재고자산	1,306.4	1,576.1	1,457.5	1,535.7	1,618.1
기타유동자산	86.5	64.6	48.1	36.0	26.8
비유동자산	9,210.7	9,088.7	8,913.7	8,758.1	8,509.8
투자자산	3,466.4	3,174.7	3,212.7	3,250.6	3,288.6
유형자산	3,560.3	3,534.8	3,363.6	3,205.6	2,955.2
무형자산	1,263.1	1,296.8	1,255.1	1,217.5	1,183.6
기타비유동자산	920.9	1,082.4	1,082.3	1,082.5	1,082.5
자산총계	12,878.9	13,118.5	13,389.0	13,765.5	14,162.3
유동부채	2,700.0	2,869.4	2,876.8	2,980.3	3,093.8
매입채무 및 기타채무	1,248.9	1,226.3	1,233.7	1,337.2	1,450.6
단기금융부채	1,276.4	1,432.0	1,432.0	1,432.0	1,432.0
기타유동부채	174.7	211.1	211.1	211.1	211.2
비유동부채	4,802.8	4,698.0	4,698.0	4,698.0	4,698.0
장기금융부채	3,636.9	3,802.5	3,802.5	3,802.5	3,802.5
기타비유동부채	1,165.9	895.5	895.5	895.5	895.5
부채총계	7,502.8	7,567.3	7,574.8	7,678.3	7,791.7
자본지분	5,035.3	5,117.8	5,384.9	5,663.8	5,954.8
자본금	48.1	48.1	48.1	48.1	48.1
자본잉여금	552.9	552.9	552.9	552.9	552.9
기타자본	-205.0	-304.8	-304.8	-304.8	-304.8
기타포괄손익누계액	-39.2	23.2	32.8	92.2	92.2
이익잉여금	4,678.4	4,798.4	4,765.9	4,745.2	4,736.6
비지배자본	340.8	433.4	423.3	423.4	415.7
자본총계	5,376.1	5,551.1	5,814.2	6,087.3	6,370.6

현금흐름표	(단위 :십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
12월 결산					
영업활동 현금흐름	424.0	384.6	891.3	578.5	530.8
당기순이익	-53.2	28.7	22.3	32.3	42.5
비현금항목의 가감	961.7	974.4	863.6	819.9	787.6
유형자산감가상각비	370.9	390.3	371.2	306.1	252.3
무형자산감가상각비	37.5	43.4	41.7	37.6	33.9
지분법평가손익	-193.8	-29.6	-25.1	-25.1	-25.1
기타	747.1	570.3	475.8	501.3	526.5
영업활동자산부채증감	-347.3	-445.1	232.0	-21.6	-22.1
매출채권및기타채권의감소	-61.9	-52.5	89.6	-59.1	-62.2
재고자산의감소	-387.2	-262.6	118.6	-78.2	-82.4
매입채무및기타채무의증가	135.8	-86.9	7.5	103.5	113.4
기타	-34.0	-43.1	16.3	12.2	9.1
기타현금흐름	-137.2	-173.4	-226.6	-252.1	-277.2
투자활동 현금흐름	-237.3	36.1	-171.2	-163.8	-42.9
유형자산의 취득	-254.4	-384.7	-200.0	-150.0	0.0
유형자산의 처분	35.8	6.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-4.9	-6.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-54.1	316.7	-12.9	-12.9	-12.9
단기금융자산의감소(증가)	306.3	196.5	134.0	91.5	62.4
기타	-266.0	-92.5	-92.3	-92.4	-92.4
재무활동 현금흐름	-161.1	-184.1	-242.9	-242.9	-242.9
차입금의 증가(감소)	48.2	153.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-99.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-45.9	-53.3	-58.8	-58.8	-58.8
기타	-163.4	-184.0	-184.1	-184.1	-184.1
기타현금흐름	23.1	-1.0	326.8	326.8	326.8
현금 및 현금성자산의 순증가	48.7	235.5	804.0	486.7	517.9
기초현금 및 현금성자산	492.5	541.2	776.7	1,580.8	2,079.4
기말현금 및 현금성자산	541.2	776.7	1,580.8	2,079.4	2,651.3

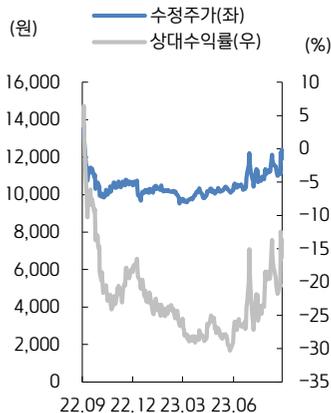
투자지표	(단위 :원, %, 배)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
12월 결산					
주당지표(원)					
EPS	-5,152	3,811	2,961	4,297	5,653
BPS	566,626	575,907	605,963	637,354	670,102
CFPS	102,237	112,875	99,688	95,902	93,419
DPS	7,000	8,000	8,000	8,000	8,000
주기배수(배)					
PER	-61.1	53.7	83.6	57.6	43.8
PER(최고)	-92.6	108.8	88.3		
PER(최저)	-37.9	53.4	63.0		
PBR	0.56	0.36	0.41	0.39	0.37
PBR(최고)	0.84	0.72	0.43		
PBR(최저)	0.34	0.35	0.31		
PSR	0.48	0.27	0.35	0.33	0.32
PCFR	3.1	1.8	2.5	2.6	2.6
EV/EBITDA	8.6	7.0	7.5	7.3	6.8
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주 현금)	-100.7	205.3	264.1	182.1	138.4
배당수익률(%, 보통주 현금)	2.2	3.9	3.2	3.2	3.2
ROA	-0.4	0.2	0.2	0.2	0.3
ROE	-0.9	0.7	0.5	0.7	0.9
ROIC	-2.2	-0.2	1.5	1.8	2.0
매출채권회전율	5.6	5.9	5.5	5.8	5.8
재고자산회전율	5.3	4.7	4.1	4.4	4.4
부채비율	139.6	136.3	130.3	126.1	122.3
순차입금비용	69.8	72.7	57.9	48.6	38.4
이자보상배율	2.7	2.6	2.2	2.4	2.5
총자입금	4,913.4	5,234.5	5,234.5	5,234.5	5,234.5
순차입금	3,753.8	4,035.9	3,365.9	2,958.7	2,449.3
NOPLAT	797.2	901.3	796.4	762.8	740.7
FCF	-298.4	-406.8	543.1	279.4	380.5

자료: 키움증권 리서치센터

노루홀딩스 (000320): 낮은 원가율이 적용되는 시점

주가(9/18): 12,170원
시가총액: 1,618억원

KOSPI (9/18)	2,574.72pt		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	14,200원	9,530원	
최고/최저가대비	-12.7%	30.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	11.6%	7.5%
	6M	27.5%	17.4%
	1Y	-4.7%	-13.7%
발행주식수	13,291천주		
일평균 거래량(3M)	63천주		
외국인 지분율	4.2%		
배당수익률(2023E)	4.0%		
BPS(2023E)	29,911원		
주요 주주	한영재 외 8인	46.5%	



◎ 신차도료가 성장세를 이끌어

- 국내 자동차용 신차도료의 판매량이 작년 4Q 합병 이후 지속 증가(합병 제외 실제 신차용 성장 240억원)
- PCM도료 및 건설/공업용 도료는 상대적으로 안정적인 모습을 기록
- 자회사 '더기반'을 활용한 종자 및 스마트팜 성장성도 지속. 약조와의 합작회사인 아이피케이드 선박용 수요 확대로 지분법이익이 일부 개선될 것으로 전망

◎ 평가 및 원가 스프레드 확대에 따른 이익률 제고

- 올해 상반기 원유가격 하락에 따른 에폭시 등의 원재료 가격이 하락
- 평가는 작년 인상 이후 유지됨에 따라 평가 및 원가의 스프레드가 확대 됨에 따라 2Q기준 매출원가율이 하락 (2Q22 80%→2Q23 76%)
- 판매량 확대와 더불어 이익률이 개선되는 구간으로 판단됨에 따라 이익 레벨이 한 단계 올라온 것으로 판단
- 원재료 반영 시점이 재고보유 기간인 3개월이라는 점을 감안, 하반기까지 이익 성장세가 나타날 것으로 전망
- 단기적 원유가격 반등에 따라 원재료가격이 소폭 반등할 가능성은 있지만 22년 상반기대비 안정적인 모습 전망

◎ 2023년 역대 최고 실적 전망

- 2023년 연결 매출액 1조 2,576억원(YoY +21.2%), 영업이익 613억원(yoy +103.9%, OPM 4.9%) 전망

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	955.2	1,037.9	1,257.6	1,327.0	1,417.2
영업이익	26.7	30.0	61.3	69.0	74.2
EBITDA	49.3	54.2	88.3	95.1	99.6
세전이익	26.8	42.0	59.9	68.0	73.6
순이익	10.7	33.4	44.9	51.0	55.2
지배주주지분순이익	1.6	25.0	23.4	26.5	28.7
EPS(원)	118	1,849	1,726	1,959	2,121
증감률(% YoY)	-88.6	1,461.1	-6.7	13.5	8.3
PER(배)	107.6	5.4	7.2	6.3	5.8
PBR(배)	0.47	0.34	0.40	0.38	0.36
EV/EBITDA(배)	8.7	8.1	5.7	5.2	4.9
영업이익률(%)	2.8	2.9	4.9	5.2	5.2
ROE(%)	0.4	6.6	5.8	6.2	6.3
순차입금비율(%)	6.0	4.9	5.3	0.6	-3.4

자료: 키움증권 리서치센터

노루홀딩스 실적 Table (연결기준, 단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	2,276	2,723	2,537	2,843	2,748	3,379	3,132	3,317	10,379	12,576	13,270
건축/공업용 도료	1,711	2,156	1,926	1,970	1,754	2,308	2,011	2,153	7,763	8,226	8,441
자동차용 도료	373	388	406	840	1,097	1,167	1,275	1,337	2,007	4,876	5,398
PCM용 도료	554	590	478	434	523	579	469	442	2,056	2,013	2,089
농생명	22	36	80	137	33	53	95	155	275	337	366
기타	197	219	204	205	201	231	218	221	825	871	940
연결조정	-581	-666	-558	-743	-861	-960	-936	-991	-2,548	-3,748	-3,964
영업비용	2,225	2,611	2,428	2,814	2,663	3,143	2,909	3,248	10,078	11,963	12,580
영업이익	51	112	109	29	85	235	223	69	301	613	690
영업이익률	2%	4%	4%	1%	3%	7%	7%	2%	2.9%	4.9%	5.2%
YoY											
매출액	12%	3%	7%	13%	21%	24%	23%	17%	9%	21.2%	5.5%
영업비용	13%	2%	5%	15%	20%	20%	20%	15%	9%	18.7%	5.2%
영업이익	-18%	66%	48%	-54%	67%	111%	105%	138%	13%	103.9%	12.7%

자료: 노루홀딩스, 키움증권

노루홀딩스 (000320) 재무제표

스몰캡

프로젝션외계산서	(단위 :십억원)				
12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	955.2	1,037.9	1,257.6	1,327.4	1,417.2
매출원가	766.6	827.2	972.0	1,018.5	1,089.8
매출총이익	188.6	210.7	285.6	308.5	327.4
판매비	161.9	180.8	224.3	239.5	253.2
영업이익	26.7	30.0	61.3	69.0	74.2
EBITDA	49.3	54.2	88.3	95.1	99.6
영업외손익	0.1	12.0	-1.4	-1.0	-0.6
이자수익	1.2	2.1	2.0	2.4	2.8
이자비용	6.2	6.7	6.7	6.7	6.7
외환관련이익	4.8	7.3	5.7	5.7	5.7
외환관련손실	3.2	11.5	4.3	4.3	4.3
중속 및 관계기업손익	1.1	14.7	0.0	0.0	0.0
기타	2.4	6.1	1.9	1.9	1.9
법인세차감이익	26.8	42.0	59.9	68.0	73.6
법인세비용	16.1	8.6	15.0	17.0	18.4
계속사업손익	10.7	33.4	44.9	51.0	55.2
당기순이익	10.7	33.4	44.9	51.0	55.2
지배주주순이익	1.6	25.0	23.4	26.5	28.7
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	12.6	8.7	21.2	5.5	6.8
영업이익 증감률	-25.4	12.4	104.3	12.6	7.5
EBITDA 증감률	-17.3	9.9	62.9	7.7	4.7
지배주주순이익 증감률	-88.6	1,462.5	-6.4	13.2	8.3
EPS 증감률	-88.6	1,461.1	-6.7	13.5	8.3
매출총이익률(%)	19.7	20.3	22.7	23.2	23.1
영업이익률(%)	2.8	2.9	4.9	5.2	5.2
EBITDA Margin(%)	5.2	5.2	7.0	7.2	7.0
지배주주순이익률(%)	0.2	2.4	1.9	2.0	2.0
현금흐름표	(단위 :십억원)				
12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	25.4	48.4	36.9	74.9	74.3
당기순이익	10.7	33.4	44.9	51.0	55.2
비현금항목의 가감	51.0	33.2	47.4	48.1	48.3
무형자산감가상각비	21.5	22.6	23.7	23.0	22.5
무형자산감가상각비	1.2	1.6	3.3	3.1	2.8
지분법평가손익	-16.2	-29.2	-6.0	-6.0	-6.0
기타	44.5	38.2	26.4	28.0	29.0
영업활동자산부채증감	-25.7	-5.5	-42.4	-9.6	-13.6
매출채권및기타채권의감소	-10.8	34.8	-51.1	-16.1	-21.0
재고자산의감소	-10.8	-5.6	-33.0	-10.4	-13.5
매입채무및기타채무의증가	5.4	-30.2	44.4	20.3	25.1
기타	-9.5	-4.5	-2.7	-3.4	-4.2
기타현금흐름	-10.6	-12.7	-13.0	-14.6	-15.6
투자활동 현금흐름	-0.4	-33.5	-86.6	-90.4	-95.2
유형자산의 취득	-16.6	-29.7	-20.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	3.1	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-3.2	1.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	6.0	48.8	-14.8	-14.8	-14.8
단기금융자산의감소(증가)	13.8	-17.7	-15.3	-19.1	-23.9
기타	-3.5	-36.5	-36.5	-36.5	-36.5
재무활동 현금흐름	-27.1	-30.7	-8.4	-8.4	-8.4
차입금의 증가(감소)	-11.9	-17.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-12.4	-11.5	-5.2	-5.2	-5.2
기타	-2.8	-3.0	-3.2	-3.2	-3.2
기타현금흐름	4.2	3.2	37.6	37.5	37.4
현금 및 현금성자산의 순증가	2.0	-12.7	-20.5	13.6	8.1
기초현금 및 현금성자산	125.5	127.5	114.8	94.4	108.0
기말현금 및 현금성자산	127.5	114.8	94.4	108.0	116.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표	(단위 :십억원)				
12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	495.1	583.7	665.2	727.8	798.6
현금 및 현금성자산	127.5	114.8	94.3	107.9	116.1
단기금융자산	43.3	61.1	76.4	95.5	119.3
매출채권 및 기타채권	206.3	241.4	292.5	308.7	329.7
재고자산	111.1	155.8	188.7	199.1	212.7
기타유동자산	6.9	10.6	13.3	16.6	20.8
비유동자산	560.4	588.2	596.0	604.6	614.1
투자자산	97.4	63.2	78.0	92.7	107.5
유형자산	421.5	450.5	446.8	443.7	441.2
무형자산	20.8	43.2	39.9	36.8	34.0
기타비유동자산	20.7	31.3	31.3	31.4	31.4
자산총계	1,055.5	1,172.0	1,261.2	1,332.4	1,412.7
유동부채	308.3	367.0	411.4	431.7	456.8
매입채무 및 기타채무	189.6	224.2	268.6	288.9	314.0
단기금융부채	105.6	127.5	127.5	127.5	127.5
기타유동부채	13.1	15.3	15.3	15.3	15.3
비유동부채	163.7	144.1	144.1	144.1	144.1
장기금융부채	100.0	80.7	80.7	80.7	80.7
기타비유동부채	63.7	63.4	63.4	63.4	63.4
부채총계	472.0	511.2	555.5	575.8	600.9
지배지분	368.1	393.8	417.1	443.5	472.1
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	71.8	72.7	72.7	72.7	72.7
기타자본	-19.4	-19.4	-19.4	-19.4	-19.4
기타포괄손익누계액	-1.1	1.5	6.7	11.8	17.0
이익잉여금	308.3	330.5	348.6	369.8	393.3
비지배지분	215.4	267.1	288.6	313.1	339.6
자본총계	583.5	660.8	705.7	756.6	811.7
투자지표	(단위 :원, %, 배)				
12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	118	1,849	1,726	1,959	2,121
BPS	27,315	29,093	30,813	32,766	34,881
CFPS	4,580	4,934	6,818	7,319	7,648
DPS	450	500	500	500	500
주기배수(배)					
PER	107.6	5.4	7.2	6.3	5.8
PER(최고)	146.5	9.1	7.7		
PER(최저)	86.1	5.3	5.5		
PBR	0.47	0.34	0.40	0.38	0.36
PBR(최고)	0.64	0.58	0.43		
PBR(최저)	0.37	0.34	0.31		
PSR	0.18	0.13	0.13	0.13	0.12
PCFR	2.8	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.7	8.1	5.7	5.2	4.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주 현금)	43.0	15.3	11.4	10.0	9.3
배당수익률(% , 보통주 현금)	3.5	5.0	4.0	4.0	4.0
ROA	1.0	3.0	3.7	3.9	4.0
ROE	0.4	6.6	5.8	6.2	6.3
ROIC	1.8	3.8	6.6	7.2	7.7
매출채권회전율	4.8	4.6	4.7	4.4	4.4
재고자산회전율	9.0	7.8	7.3	6.8	6.9
부채비율	80.9	77.4	78.7	76.1	74.0
순차입금비율	6.0	4.9	5.3	0.6	-3.4
이자보상배율	4.3	4.5	9.2	10.3	11.1
총차입금	205.6	208.2	208.2	208.2	208.2
순차입금	34.8	32.3	37.5	4.9	-27.2
NOP/LAT	49.3	54.2	88.3	95.1	99.6
FCF	-9.7	14.2	10.6	48.3	47.4

VII. 밸류에이션 테이블



국내 도로 업체

구분 기업명 국가		페인트사					국내평균
		KCC 한국	노루페인트 한국	노루홀딩스 한국	삼화페인트 한국	조광페인트 한국	
시가총액(\$Bn)	09/15/23	1.8	0.1	0.1	0.1	0.1	-
증가	09/15/23	265,500.0	9,340.0	12,170.0	6,220.0	6,650.0	-
EPS (현지통화)	CY 2021	41849.11	649.70	(32.95)	(84.64)	(981.00)	-
	CY 2022	36039.28	813.54	845.36	312.83	(628.53)	-
	CY 2023E	14775.00	n.a	n.a	n.a	n.a	-
PER	CY 2021	7.5	22.9	(386.9)	(109.1)	(8.9)	(94.9)
	CY 2022	5.7	9.5	11.8	18.8	(12.0)	6.8
	CY 2023E	15.3	n.a	n.a	n.a	n.a	-
PBR	CY 2021	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
	CY 2022	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
	CY 2023E	0.4	n.a	n.a	n.a	n.a	-
ROE	CY 2021	6.5	3.8	(0.1)	(0.7)	(5.3)	0.9
	CY 2022	5.3	4.7	2.3	2.5	(3.7)	2.2
	CY 2023E	2.6	n.a	n.a	n.a	n.a	-
EV/EBITDA	CY 2021	4.6	8.8	7.8	20.2	n.a	10.4
	CY 2022	4.0	4.6	7.4	7.2	44.7	13.6
	CY 2023E	8.3	n.a	n.a	n.a	n.a	-
영업이익률	CY 2021	6.6%	3.5%	2.8%	0.1%	-3.7%	1.9%
	CY 2022	6.9%	3.5%	2.9%	3.1%	-0.6%	3.1%
	CY 2023E	5.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	-
EBITDA마진율	CY 2021	13.5%	5.5%	5.2%	2.8%	-0.9%	5.2%
	CY 2022	13.2%	5.4%	5.2%	5.7%	1.7%	6.3%
	CY 2023E	11.6%	n.a	n.a	n.a	n.a	-
CY2Q23 매출액 변화	QoQ	1.5%	33.7%	23.0%	25.6%	8.1%	18.4%
	YoY	-9.5%	7.5%	24.1%	-0.4%	-7.9%	2.8%
CY2Q23 OP 변화	QoQ	19.2%	223.0%	175.8%	246.3%	-223.7%	88.1%
	YoY	-45.0%	52.6%	111.4%	-4.9%	-299.7%	-37.1%
배당성향	CY 2021	16.7%	42.3%	-1365.5%	-118.1%	-10.2%	-287.0%
	CY 2022	22.2%	33.8%	59.1%	79.9%	-15.9%	35.8%
	CY 2023E	54.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	-
자사주매입비율 (매입금액/당기순이익[조정])	CY 2021	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	CY 2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	CY 2023E	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-
주주환원율	CY 2021	16.7%	42.3%	-1365.5%	-118.1%	-10.2%	-287.0%
	CY 2022	22.2%	33.8%	59.1%	79.9%	-15.9%	35.8%
	CY 2023E	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 도료 업체

구분 기업명 국가	페인트사							해외평균	평균
	AKZO Nobel 네덜란드	PPG Industries 미국	Sherwin Williams 미국	Kansai Paint 일본	Nippon Paint 일본	Asian Paint 인도			
시가총액(\$Bn)	12.7	31.5	67.3	3.6	17.9	37.2	-	-	12.7
종가	70.1	133.8	261.6	2,228.0	1,113.0	3,227.0	-	-	70.1
EPS (현지통화)	4.23	6.26	7.45	80.39	29.64	29.96	-	-	4.23
	3.76	5.49	7.86	80.41	33.40	37.98	-	-	3.76
	3.83	7.47	9.72	280.63	47.44	55.09	-	-	3.83
PER	22.9	27.5	47.3	31.1	42.3	112.3	47.2	(17.4)	22.9
	16.9	22.9	30.2	20.3	31.3	82.0	33.9	21.6	16.9
	18.4	17.9	26.9	7.9	23.5	58.0	25.4	24.0	18.4
PBR	2.3	5.0	28.0	1.9	2.7	22.8	10.5	5.9	2.3
	2.8	4.8	21.8	1.7	2.3	20.0	8.9	5.1	2.8
	2.6	4.3	18.2	1.5	2.2	17.5	7.7	6.7	2.6
ROE	14.0	25.1	65.8	7.7	8.9	22.4	24.0	13.5	14.0
	13.5	20.2	74.2	6.9	7.4	25.1	24.6	14.4	13.5
	14.1	23.9	69.3	14.3	9.6	30.0	26.9	23.4	14.1
EV/EBITDA	13.9	17.9	27.8	16.6	27.1	50.8	25.7	19.6	13.9
	13.1	14.5	18.1	11.9	18.7	62.9	23.2	18.8	13.1
	11.3	12.6	18.7	10.0	15.0	40.3	18.0	16.6	11.3
영업이익률	11.4%	11.0%	13.3%	8.6%	9.0%	18.3%	11.9%	7.4%	11.4%
	7.3%	9.8%	13.5%	7.2%	8.6%	13.3%	9.9%	6.9%	7.3%
	10.1%	13.2%	15.8%	7.7%	11.0%	18.1%	12.6%	11.6%	10.1%
EBITDA마진율	15.1%	15.7%	18.6%	13.5%	12.4%	22.0%	16.2%	11.2%	15.1%
	10.7%	14.1%	18.4%	11.5%	12.2%	16.1%	13.8%	10.4%	10.7%
	13.4%	15.9%	17.9%	11.1%	14.5%	20.6%	15.6%	15.0%	13.4%
CY2Q23 매출액 변화	3.2%	11.2%	14.7%	8.2%	9.8%	4.6%	8.6%	13.1%	3.2%
	-3.9%	3.9%	6.3%	13.3%	7.6%	6.7%	5.6%	4.3%	-3.9%
CY2Q23 OP 변화	42.7%	23.3%	52.4%	53.0%	40.8%	16.9%	38.2%	60.9%	42.7%
	24.9%	39.4%	20.1%	42.6%	157.3%	42.7%	54.5%	12.9%	24.9%
배당성향	46.8%	36.1%	29.5%	37.3%	33.7%	62.9%	41.1%	-108.0%	46.8%
	52.7%	44.1%	30.5%	37.3%	32.9%	63.3%	43.5%	40.0%	52.7%
	51.7%	33.9%	25.9%	12.1%	27.8%	32.6%	30.7%	34.0%	51.7%
자사주매입비율 (매입금액/당기순이익[조정])	306.4%	0.0%	72.6%	n.a	0.0%	n.a	94.8%	42.1%	306.4%
	662.6%	27.9%	57.6%	n.a	0.0%	n.a	187.0%	83.1%	662.6%
	181.7%	0.0%	26.6%	n.a	0.0%	0.0%	41.7%	41.7%	181.7%
주주환원율	353.2%	36.1%	102.1%	37.3%	33.8%	62.9%	104.2%	-73.6%	353.2%
	715.3%	72.0%	88.2%	37.3%	32.9%	63.3%	168.2%	108.0%	715.3%
	233.4%	33.9%	52.5%	12.1%	27.8%	32.6%	65.4%	65.4%	233.4%

출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 09월 18일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

- > 본 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장 할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- > 본 자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- > 본 자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2022/07/01~2023/06/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

투자의견 변동내역 (2개년) *주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
KCC (002380)	2023-09-18	Buy(Initiate)	350,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

