

노루페인트

BUY(유지)

090350 기업분석 | 전자재

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(11/21)	8,010원	Up/Downside	+49.8%
----------	---------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 11. 22

사이클을 이겨내는 힘

News

공업용 도료와 PCM 강판용 도료가 3Q19 매출성장 주도: 3분기 연결 매출액 1,701억원(+9.7%), 연결 영업이익 115억원(+174.1%)으로 2분기 연속 호실적을 이어갔다. 공업용 도료와 PCM강판용 도료 매출액이 전년동기대비 각각 28.4%, 10.9% 증가하며 매출성장을 견인했다. 건축용 도료와 인테리어/방수재 매출액은 잦은 비로 인한 영업일수 부족에도 시장점유율이 상승하며 전년동기대비 각각 6.7%, 8.0% 늘어났다. 매출총이익률은 전분기 대비 0.6%p 하락한 23.1%를 기록했으나, 국제유가 하향 안정화로 여전히 전년(21.3%)대비 높은 수익성이 유지되고 있다.

Comment

올해는 시작도 좋고 중간도 좋고 끝도 좋다: 마무리가 좋지 않았던 지난해와는 달리, 올해는 4분기까지 좋은 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 매출원가와 판관비가 잘 통제되면서 한자릿수 매출성장에도 고정비 레버리지 효과가 크게 나고 있다. 국제유가 안정세가 장기화되는 가운데, 최근 원/달러 환율이 하향 조정되고 있다는 점도 동사 실적에 긍정적으로 작용 중이다.

Action

실력을 숫자로 보여주는데 대해 공정한 평가를! 매출원가율과 판관비율 감소 폭이 우리의 예상을 상회한 점을 반영해, 19년과 20년 영업이익 추정치를 368억원(+10.5%), 410억원(+5.1%)으로 다시 상향한다. 주요 도료 경쟁사들이 어쩔 수 없이 건설경기 하향 사이클에 종속된 실적을 시현 중인데 반해, 동사는 B2C사업 확장, 그룹 공동 원재료 구매 등의 혁신을 바탕으로 사이클을 이겨내는 힘을 보여주고 있다. 그럼에도 19년 예상 실적 기준 EV/EBITDA는 5.2배로 상반기와 큰 차이가 없다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	551	615	654	687	708
(증가율)	15.1	11.5	6.4	5.1	3.0
영업이익	28	23	37	41	44
(증가율)	-11.0	-18.3	62.3	11.4	7.1
순이익	29	13	26	28	32
EPS	1,466	631	1,313	1,394	1,573
PER (H/L)	6.6/5.3	20.4/11.7	6.1	5.7	5.1
PBR (H/L)	0.7/0.5	0.9/0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (H/L)	7.6/6.7	10.3/7.5	5.1	4.3	3.8
영업이익률	5.0	3.7	5.6	6.0	6.2
ROE	10.2	4.2	8.3	8.3	8.7

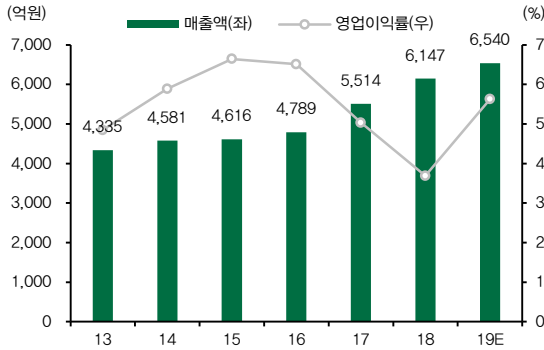
Stock Data

52주 최저/최고	6,140/9,700원
KOSDAQ /KOSPI	636/2,097pt
시가총액	1,602억원
60일-평균거래량	38,450
외국인지분율	5.0%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	노루홀딩스 외 7인 53.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.6	8.5	-5.8
상대기준	2.1	1.7	-6.7

도표 1. 노루페인트 매출액과 영업이익률



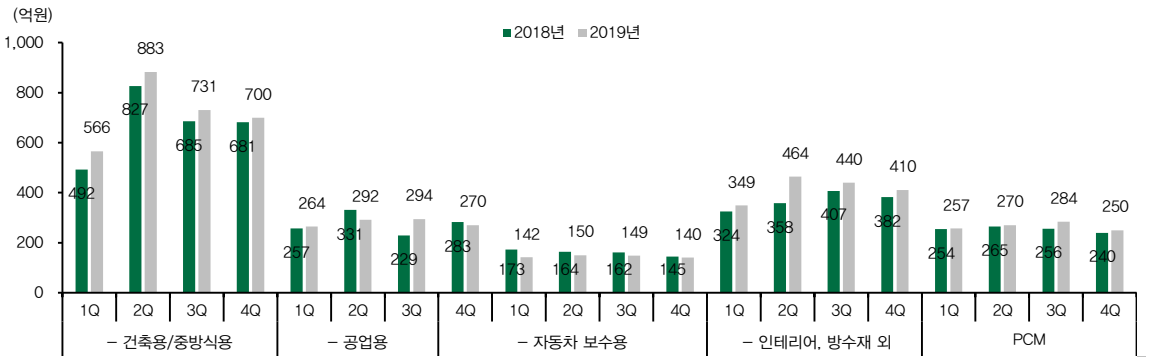
자료: 노루페인트, DB 금융투자
주: 2019년은 당사 추정

도표 2. 노루페인트 실적 추정치 변경 요약

구분	연도	5월	8월	11월	변동률(%)
매출액	19E	6,502	6,520	6,540	0.3
	20E	6,757	6,808	6,874	1.0
영업이익	19E	317	333	368	10.5
	20E	379	390	410	5.1
지배주주순이익	19E	207	225	264	17.3
	20E	254	265	280	5.6
EBITDA	19E	458	476	510	7.2
	20E	515	530	552	4.2

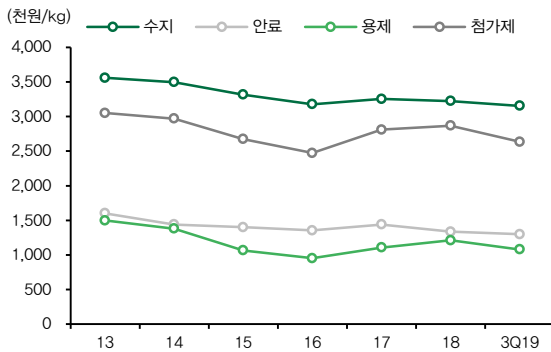
자료: DB 금융투자

도표 3. 노루페인트 전년대비 부문별 매출액 추이



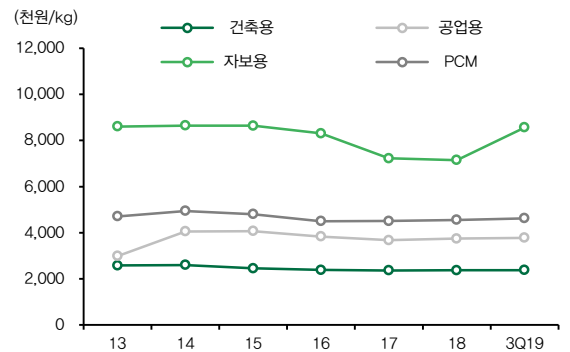
자료: 노루페인트, DB 금융투자
주: 4Q19 매출액은 당사 추정치

도표 5. 노루페인트 원재료 가격 추이



자료: 노루페인트, DB 금융투자

도표 6. 노루페인트 제품 가격 추이



자료: 노루페인트, DB 금융투자

도표 4. 노루페인트 실적지표 추이 및 추정치

(단위: 억원, %, 배)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,310	1,746	1,551	1,541	1,395	1,860	1,701	4,789	5,514	6,147	6,540	6,874
- 건축용/중방식용	492	827	685	681	566	883	731	2,072	2,364	2,685	2,880	3,024
- 공업용	257	331	229	283	264	292	294	809	969	1,100	1,120	1,142
- 자동차 보수용	173	164	162	145	142	150	149	577	611	643	580	592
- 인테리어/방수재	324	358	407	382	349	464	440	996	1,320	1,472	1,670	1,820
- PCM강판용 도료	254	265	256	240	257	270	284	890	946	1,015	1,060	1,081
- 내부거래	-190	-199	-188	-190	-184	-199	-196	-554	-696	-768	-770	-785
(%YoY)	14.1	12.9	7.1	12.3	6.5	6.6	9.7	3.7	15.1	11.5	6.4	5.1
매출원가	1,029	1,353	1,241	1,215	1,095	1,420	1,308	3,505	4,202	4,838	5,022	5,276
매출총이익	281	393	310	326	299	441	393	1,285	1,312	1,310	1,518	1,598
(%매출총이익률)	21.5	22.5	20.0	21.1	21.4	23.7	23.1	26.8	23.8	21.3	23.2	23.3
판매비	247	279	268	290	261	297	279	973	1,035	1,083	1,150	1,188
(%판매비율)	18.8	16.0	17.3	18.8	18.7	18.7	15.9	20.3	18.8	17.6	17.6	17.3
영업이익	35	114	42	36	38	144	115	312	278	227	368	410
(%영업이익률)	2.6	6.5	2.7	2.3	2.8	7.8	6.7	6.5	5.0	3.7	5.6	6.0
(%YoY)	-24.7	16.2	-52.9	-18.8	11.2	26.4	174.1	1.7	-11.0	-18.3	62.3	11.4
영업외손익	3	-20	-18	0	-1	-6	3	-105	121	-35	-11	-32
세전이익	37	94	24	36	38	139	118	207	398	191	357	378
법인세	4	18	8	34	11	35	38	112	104	64	93	98
지배주주순이익	33	76	15	3	27	104	80	95	294	127	264	280
(%YoY)	-360.0	127.5	-80.3	-81.6	878.5	284.7	-23.4	113.3	-71.0	209.9	-56.7	107.1
EBITDA	68	148	75	69	74	180	152	416	402	359	510	552
CAPEX	-19	-30	-22	-27	-17	-28	-39	-102	-121	-98	-101	-133
배당수익률(%)								2.3	2.9	3.0	3.6	3.6
매출채권	1,577	1,825	1,798	1,645	1,718	1,800	1,702	1,464	1,488	1,645	1,709	1,753
- 회전일								110.2	97.7	93.0	93.6	91.9
재고자산	639	638	633	604	676	698	690	491	571	604	617	642
- 회전일								41.0	35.2	34.9	34.1	33.4
매입채무+미지급금	1,198	1,426	1,375	1,223	1,245	1,437	1,372	1,111	1,218	1,223	1,284	1,320
- 회전일								82.8	77.1	72.5	70.0	69.1
순운전자본	1,019	1,036	1,056	1,026	1,150	1,061	1,020	843	842	1,026	1,042	1,075
EV	2,970	3,297	3,698	2,797	2,890	2,672	2,479	2,833	2,850	2,797	2,652	2,460
- 시가총액	1,647	2,042	2,442	1,684	1,628	1,615	1,555	1,750	1,777	1,684	1,719	1,719
- 순차입금	1,323	1,255	1,256	1,113	1,262	1,057	924	1,082	1,073	1,113	933	741
- EV/EBITDA(배)								6.8	7.1	7.8	5.2	4.5

자료: 노루페인트 DB금융투자
 주: 2019년과 2020년 실적은 당사 추정치

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	226	240	262	284	285
현금및현금성자산	9	8	21	36	35
매출채권및기타채권	149	164	171	175	181
재고자산	57	60	62	64	66
비유동자산	366	368	364	363	379
유형자산	285	287	284	284	301
무형자산	21	20	19	18	17
투자자산	28	35	35	35	35
자산총계	592	607	630	651	669
유동부채	186	196	200	202	202
매입채무및기타채무	122	122	128	132	135
단기차입금및단기채	20	24	22	19	17
유동성장기부채	40	43	43	43	43
비유동부채	107	104	102	99	92
사채및차입금	59	55	53	51	43
부채총계	293	300	302	301	294
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	105	105	105	105	105
이익잉여금	186	194	214	236	260
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	299	308	328	350	374

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	33	14	34	37	41
당기순이익	29	13	26	28	32
현금유출이없는비용및수익	13	30	25	27	30
유형및무형자산상각비	12	13	14	14	17
영업관련자산부채변동	1	-19	-3	-3	-5
매출채권및기타채권의감소	-9	-22	-6	-4	-5
재고자산의감소	-1	-3	-1	-3	-2
매입채무및기타채무의증가	14	11	6	4	3
투자활동현금흐름	-17	-12	-7	-12	-31
CAPEX	-12	-10	-10	-13	-33
투자자산의순증	10	-7	1	1	2
재무활동현금흐름	-26	-3	-14	-15	-20
사채및차입금의 증가	-9	2	-4	-4	-10
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	-5	-5	-6	-6
기타현금흐름	1	0	0	5	4
현금의증가	-9	-1	14	15	-6
기초현금	18	9	8	21	36
기말현금	9	8	21	36	30

자료: 노루페인트 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	551	615	654	687	708
매출원가	420	484	502	528	542
매출총이익	131	131	152	160	166
판매비	103	108	115	119	122
영업이익	28	23	37	41	44
EBITDA	40	36	51	55	61
영업외손익	12	-4	-1	-3	-2
금융손익	-6	-5	-2	-4	-4
투자손익	19	0	1	1	2
기타영업외손익	-1	1	0	0	0
세전이익	40	19	36	38	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	29	13	26	28	32
지배주주지분순이익	29	13	26	28	32
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	27	14	26	28	32
증감률(%YoY)					
매출액	15.1	11.5	6.4	5.1	3.0
영업이익	-11.0	-18.3	62.3	11.4	7.1
EPS	211.8	-57.0	108.1	6.1	12.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산실역원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	1,466	631	1,313	1,394	1,573
BPS	14,613	15,042	16,032	17,102	18,297
DPS	250	250	300	300	350
Multiple(배)					
P/E	5.9	13.0	6.1	5.7	5.1
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	7.8	5.1	4.3	3.8
수익성(%)					
영업이익률	5.0	3.7	5.6	6.0	6.2
EBITDA마진	7.3	5.8	7.8	8.0	8.6
순이익률	5.3	2.1	4.0	4.1	4.5
ROE	10.2	4.2	8.3	8.3	8.7
ROA	5.1	2.1	4.3	4.4	4.8
ROC	5.2	3.7	6.6	7.4	7.8
안정성및기타					
부채비율(%)	97.9	97.3	92.0	86.0	78.6
이자보상배율(배)	5.5	4.6	7.5	8.9	10.1
배당성향(배)	17.0	39.2	22.7	21.4	22.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

노루페인트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저

19/11/21	Buy	12,000	-	-					
----------	-----	--------	---	---	--	--	--	--	--