

# 노루페인트

# BUY(유지)

090350 기업분석 | 건자재

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(05/19)	7,680원	Up/Downside	+56.3%
----------	---------	-------------	--------	-------------	--------

2020. 05. 20

## 모두 같이 맞는 비, 혼자만의 경쟁력

### News

**건축용 도료 매출 증가와 비용 절감으로 1Q20 실적 개선:** 1분기 연결 매출액 1,389억원(-0.4%), 연결 영업이익 52억원(+35.0%), 영업이익률 3.7%(+0.9%p)를 시현했다. 지난해 불륨 증가에 크게 기여했던 인테리어/방수재 부문 매출이 역기저 효과로 전년동기대비 12.2% 감소하면서 매출 성장은 다소 둔화됐다. 그러나 건축용/중방식용 도료 매출은 시장점유율 확대에 힘입어 4.9% 증가했고, 고수익 품목인 PCM 강판용 도료 매출도 7.0% 성장했다. 매출원가율은 제품믹스 개선으로 전년동기 대비 0.1%p 개선됐고, 판관비율은 광고선전비 감소로 전년동기대비 0.9%p 떨어졌다.

### Comment

**어쩔 수 없는 코로나19 수요위축 영향:** 2020년 매출액과 영업이익을 각각 6,000억원(-7.3%), 255억원(-14.3%)로 추정한다. 1분기 말부터 코로나19로 인한 수요 둔화가 진행 중이다. 특히 대면 접촉이 필수적인 B2C와 해외 부문의 매출 감소가 예상된다. 원재료비는 전년대비 10% 가까이 떨어지겠지만, 고정비 부담이 큰 사업 특성상 매출 성장 없이 수익성을 제고하는 데에는 한계가 있다.

### Action

**그럼에도 점점 더 탄탄해지는 체력:** 노루페인트 목표주가 12,000원과 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 2020년 EBITDA 424억원에 과거 3년 평균 멀티플(EV/EBITDA 7.1배)을 적용했다. 올해 외부환경이 우호적이지 않지만, 이는 국내 거의 모든 산업계가 공통적으로 겪고 있는 문제다. 동사의 핵심 투자포인트인 강력한 영업력은 건재하다. 또한 지난해 300억원 이상 감소한 순차입금에서 드러나듯 재무구조는 갈수록 탄탄해지고 있다. 모두 같이 맞는 비를 무서워할 이유가 없다.

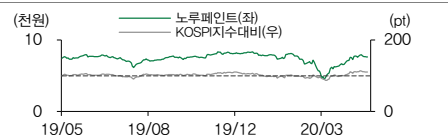
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	615	647	600	669	702
(증가율)	11.5	5.3	-7.3	11.4	5.0
영업이익	23	29	25	41	45
(증가율)	-18.3	28.7	-14.3	65.6	9.8
순이익	13	19	16	30	33
EPS	631	939	818	1,500	1,667
PER (H/L)	20.4/11.7	10.5/6.4	9.4	5.1	4.6
PBR (H/L)	0.9/0.5	0.6/0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	10.3/7.5	6.3/4.6	5.2	3.4	2.9
영업이익률	3.7	4.5	4.2	6.2	6.5
ROE	4.2	6.0	5.0	8.7	9.0

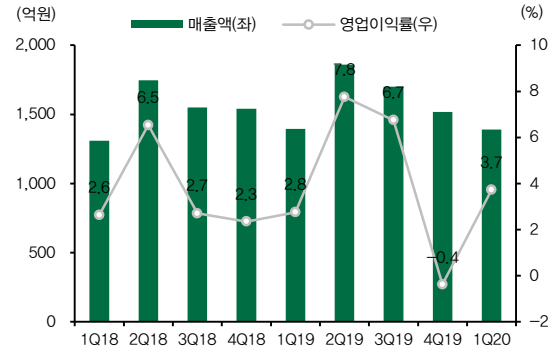
#### Stock Data

52주 최저/최고	4,490/8,370원
KOSDAQ /KOSPI	696/1,981pt
시가총액	1,536억원
60일-평균거래량	238,686
외국인지분율	5.7%
60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p
주요주주	노루홀딩스 외 7인 53.2%



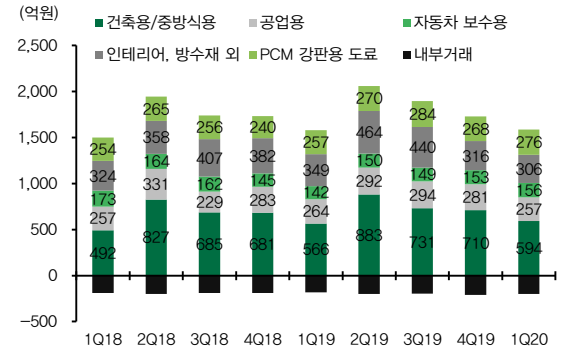
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	8.6	-1.0	0.1
상대기준	5.0	10.4	3.9

도표 1. 노루페인트 분기 매출액과 영업이익률



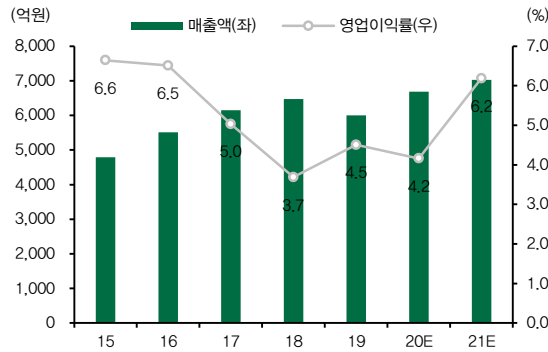
자료: 노루페인트, DB 금융투자

도표 2. 노루페인트 품목별 분기 매출액 추이



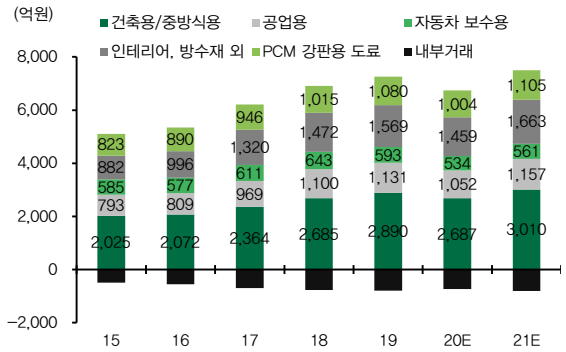
자료: 노루페인트, DB 금융투자

도표 5. 노루페인트 연간 매출액/영업이익률 추이 및 전망



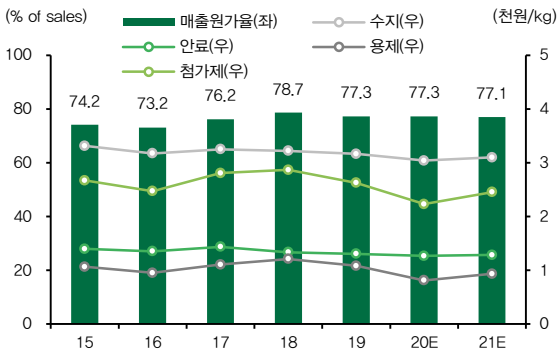
자료: 노루페인트, DB 금융투자  
주: 2020~2021 년은 당사 추정

도표 6. 노루페인트 품목별 연간 매출액 추이 및 전망



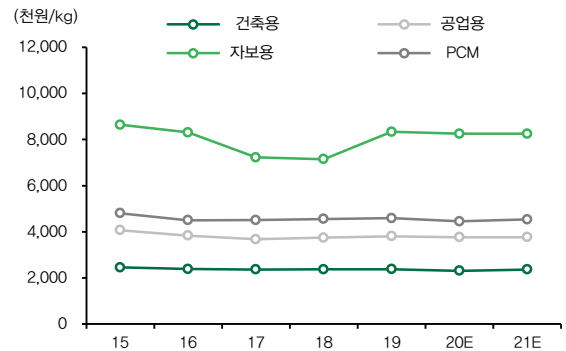
자료: 노루페인트, DB 금융투자  
주: 2020~2021 년은 당사 추정

도표 5. 노루페인트 원재료 가격 추이 및 전망



자료: 노루페인트, DB 금융투자  
주: 2020~2021 년은 당사 추정

도표 6. 노루페인트 제품 가격 추이 및 전망



자료: 노루페인트, DB 금융투자  
주: 2020~2021 년은 당사 추정

도표 7. 노루페인트 주요 재무지표 및 영업지표

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,395</b>	<b>1,860</b>	<b>1,701</b>	<b>1,518</b>	<b>1,389</b>	<b>4,616</b>	<b>4,789</b>	<b>5,514</b>	<b>6,147</b>	<b>6,475</b>	<b>6,003</b>	<b>6,689</b>
- 건축용/중방식용	566	883	731	710	594	2,025	2,072	2,364	2,685	2,890	2,687	3,010
- 공업용	264	292	294	281	257	793	809	969	1,100	1,131	1,052	1,157
- 자동차 보수용	142	150	149	153	156	585	577	611	643	593	534	561
- 인테리어, 방수재 외	349	464	440	316	306	882	996	1,320	1,472	1,569	1,459	1,663
- PCM 강판용 도료	257	270	284	268	276	823	890	946	1,015	1,080	1,004	1,105
- 내부거래	-184	-199	-196	-210	-198	-490	-554	-696	-768	-789	-734	-807
(%YoY)	6.5	6.6	9.7	-1.5	-0.4	0.8	3.7	15.1	11.5	5.3	-7.3	11.4
매출원가	1,095	1,420	1,308	1,181	1,090	3,427	3,505	4,202	4,838	5,004	4,630	5,028
<b>매출총이익</b>	<b>299</b>	<b>441</b>	<b>393</b>	<b>337</b>	<b>299</b>	<b>1,190</b>	<b>1,285</b>	<b>1,312</b>	<b>1,310</b>	<b>1,471</b>	<b>1,374</b>	<b>1,661</b>
(%매출총이익률)	21.4	23.7	23.1	22.2	21.5	25.8	26.8	23.8	21.3	22.7	22.9	24.8
판매비	261	297	279	343	247	883	973	1,035	1,083	1,179	1,248	1,290
(%판매비율)	18.7	15.9	16.4	22.6	17.8	19.1	20.3	18.8	17.6	18.2	20.8	19.3
<b>영업이익</b>	<b>38</b>	<b>144</b>	<b>115</b>	<b>-6</b>	<b>52</b>	<b>307</b>	<b>312</b>	<b>278</b>	<b>227</b>	<b>292</b>	<b>250</b>	<b>414</b>
(%영업이익률)	2.8	7.8	6.7	-0.4	3.7	6.6	6.5	5.0	3.7	4.5	4.2	6.2
(%YoY)	11.2	26.4	174.1	적전	35.0	13.7	1.7	-11.0	-18.3	28.7	-14.3	65.6
영업외손익	-1	-6	3	-22	9	114	-105	121	-35	-25	-27	-12
세전이익	38	139	118	-27	61	421	207	398	191	267	223	402
법인세	11	35	38	-5	17	94	112	104	64	78	58	100
<b>지배주주순이익</b>	<b>27</b>	<b>104</b>	<b>80</b>	<b>-22</b>	<b>44</b>	<b>327</b>	<b>95</b>	<b>294</b>	<b>127</b>	<b>189</b>	<b>165</b>	<b>301</b>
(%YoY)	-19.1	36.8	430.5	적전	61.8	113.3	-71.0	209.9	-56.7	48.3	-12.7	82.7
EBITDA	74	180	152	33	90	416	416	402	359	439	424	424
CAPEX	17	45	45	45	52	98	102	121	98	133	133	133
배당금	0	51	0	0	0	41	41	41	51	51	51	51
<b>순차입금</b>	<b>1,202</b>	<b>955</b>	<b>845</b>	<b>665</b>	<b>882</b>	<b>1,234</b>	<b>1,082</b>	<b>1,073</b>	<b>1,113</b>	<b>745</b>	<b>613</b>	<b>393</b>
매출채권	1,717	1,799	1,702	1,466	1,567	1,426	1,462	1,487	1,644	1,466	1,581	1,659
재고자산	676	698	690	700	800	584	491	571	604	700	690	732
매입채무/미지급금	1,114	1,285	1,225	1,167	1,377	886	966	1,053	1,071	1,167	1,394	1,446
순운전자본	1,280	1,212	1,166	1,000	990	1,124	987	1,006	1,177	1,000	877	945

자료: 노루페인트, DB금융투자  
 주: 2020~2021년은 당사 추정

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	240	264	262	285	303
현금및현금성자산	8	27	29	30	31
매출채권및기타채권	164	151	149	158	166
재고자산	60	70	62	69	73
비유동자산	368	364	360	356	371
유형자산	287	290	286	283	299
무형자산	20	19	18	18	17
투자자산	35	31	31	31	31
자산총계	607	627	626	645	678
유동부채	196	195	182	183	188
매입채무및기타채무	122	136	129	139	145
단기차입금및단기채	24	50	45	35	35
유동성장기부채	43	0	0	0	0
비유동부채	104	110	110	105	105
사채및장기차입금	55	60	60	55	55
부채총계	300	305	293	288	293
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	105	105	105	105	105
이익잉여금	194	207	218	242	270
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	308	322	333	357	385

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	14	59	35	38	44
당기순이익	13	19	16	30	33
현금유출이없는비용및수익	30	38	26	28	33
유형및무형자산상각비	13	15	17	17	21
영업관련자산부채변동	-19	7	3	-6	-7
매출채권및기타채권의감소	-22	10	2	-9	-8
재고자산의감소	-3	-12	8	-7	-4
매입채무및기타채무의증가	11	7	-7	11	5
투자활동현금흐름	-12	-22	-18	-16	-37
CAPEX	-10	-13	-13	-13	-35
투자자산의순증	-7	5	1	2	2
재무활동현금흐름	-3	-18	-15	-25	-10
사채및차입금의 증가	2	-8	-5	-15	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-5	-5	-6	-6	-6
기타현금흐름	0	0	0	4	4
현금의증가	-1	19	2	1	1
기초현금	9	8	27	29	30
기말현금	8	27	29	30	31

자료: 노루페인트 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	615	647	600	669	702
매출원가	484	500	463	503	528
매출총이익	131	147	137	166	174
판관비	108	118	112	125	129
영업이익	23	29	25	41	45
EBITDA	36	44	42	58	66
영업외손익	-4	-3	-3	-1	-1
금융손익	-5	-4	-4	-3	-3
투자손익	0	1	1	2	2
기타영업외손익	1	0	0	0	0
세전이익	19	27	22	40	45
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13	19	16	30	33
지배주주지분순이익	13	19	16	30	33
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	14	20	16	30	33
증감률(%YoY)					
매출액	11.5	5.3	-7.3	11.4	5.0
영업이익	-18.3	28.7	-14.3	65.6	9.8
EPS	-57.0	48.7	-12.8	83.4	11.1

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	631	939	818	1,500	1,667
EPS	631	939	818	1,500	1,667
BPS	15,042	15,754	16,284	17,458	18,794
DPS	250	275	275	300	300
Multiple(배)					
P/E	13.0	8.7	9.4	5.1	4.6
P/B	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.8	5.5	5.2	3.4	2.9
수익성(%)					
영업이익률	3.7	4.5	4.2	6.2	6.5
EBITDA마진	5.8	6.8	7.1	8.7	9.4
순이익률	2.1	2.9	2.7	4.5	4.8
ROE	4.2	6.0	5.0	8.7	9.0
ROA	2.1	3.1	2.6	4.7	5.1
ROIC	3.7	5.1	4.7	8.0	8.5
안정성및기타					
부채비율(%)	97.3	94.6	87.8	80.7	76.3
이자보상배율(배)	4.6	6.3	5.6	10.3	12.2
배당성향(배)	39.2	29.1	33.4	19.9	17.9

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 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

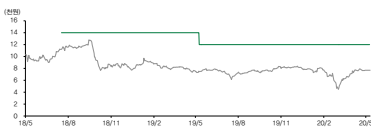
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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
18/08/06	Buy	14,000	-35.0	-8.6					
19/05/29	Buy	12,000	-	-					