IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 김장원
02) 6915-5661
jwkim@ibks.com

노루홀딩스 (000320)

변화의 조짐

중립 (유지)

목표주가	13,500원
현재가 (9/26)	11,600원

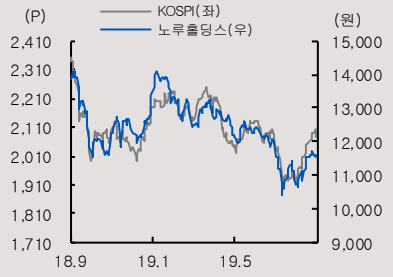
KOSPI (9/26)	2,074.52pt
시가총액	157십억원
발행주식수	13,476천주
액면가	500원
52주 최고가	14,100원
최저가	10,400원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	2.2%
배당수익률 (2019F)	4.2%

주주구성	
한영재 외 13 인	45.64%
국민연금공단	5.57%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0%	-3%	-5%
절대기준	8%	-7%	-16%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	중립	-
목표주가	13,500	14,800	▼
EPS(19)	489	290	▲
EPS(20)	875	347	▲

노루홀딩스 주가추이



2019년 상반기 실적 개선

지주의 별도와 연결 실적이 모두 개선되었다. 상반기 별도 매출은 지난해 상반기대비 65.1% 증가했고, 순이익은 146.1% 증가했다. 배당금 · 임대 · 기타수수료로 구성된 별도 실적이 국내외에서 배당금이 크게 늘어났기 때문인데, 하반기에 해외에서 배당금이 추가되지 않는다 하더라도 지난해보다 별도 수익은 늘어날 전망이다. 주력 계열사이자 연결 종속기업인 노루페인트를 비롯해 지분법평가손익 대상 관계기업의 수익성도 개선되어 지주 연결 실적이 개선되었다.

우려에서 벗어날 수 있는 조짐

전방산업의 경기와 수요에 영향을 많이 받는 중간재로 건축, 자동차, 조선업종의 영향으로 하향세였던 실적이 금년 상반기 들어 회복했는데, 완전한 회복 기조에 들어갔다고 낙관하는 것이 시기상조일 수 있겠지만, 비관에서 벗어날 조짐이 보인다고 말할 수는 있을 것 같다. 원자재가격 안정에 의한 수익 개선은 상황에 따라 달라질 수 있어 자체 비용 절감에 의한 수익 구조 개선은 지속성이 있어 더 큰 의미가 있다고 평가할 수 있다. 우려의 시작이 노루페인트와 선박용 도료 생산업체 아이피케이의 실적이어서 두 업체의 개선이 우려에서 벗어나는 계기가 될 것이다.

바닥론에 힘을 실어줄 주주환원 확대를 기대

도료가 경기와 전방업체의 영향을 많이 받는 제품 특성을 감안할 때 주가가 실적 변수를 선행하기 쉽지 않다. PBR이 0.4배로 이미 저평가되어 상황에서 실적 개선의 지속성을 확인하고 싶어할 것이다. 그런데 이를 앞당겨 줄 수 있는 모멘텀이 별도 실적 개선을 활용한 주주가치 제고라고 생각한다. 농업사업에 자금 투자가 어느 정도 마무리되었다고 판단하기에 일회성 이익이라 하더라도 지주의 계열사 지원 자금 소요가 준다고 가정했을 때 배당금을 상향할 여력이 생겼다고 생각된다. 이 점이 현실화될 경우 주가 바닥론이 더욱 힘을 받게 될 것이다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	771	836	880	907	931
영업이익	17	10	20	23	24
세전이익	87	14	34	36	40
지배주주순이익	43	-8	7	12	13
EPS(원)	3,162	-607	489	875	969
증가율(%)	290.8	-119.2	-180.5	79.0	10.7
영업이익률(%)	2.2	1.2	2.3	2.5	2.6
순이익률(%)	8.0	0.4	2.3	2.3	2.6
ROE(%)	11.7	-2.2	1.8	3.2	3.4
PER	5.1	-20.2	21.7	12.1	10.9
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.7	12.0	7.4	7.1	6.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

계열구도

일반도료부터 특수도료까지 도료의 대부분과 도료 생산을 위한 자재까지 일관생산체제를 갖춘 도료 전문업체의 지주회사다.

특이한 점은 기반테크와 더기반을 중심으로 진행하고 있는 농업사업이다. 기반테크는 농업용 무인기 및 관련 장비를 개발하고 작물을 재배하며, 농산물을 유통하는 계열사가 있으며, 마찬가지로 농산물을 유통 · 가공 · 판매하는 더기반은 종자 육종을 연구 · 생산하는 계열사를 갖고 있다. 기반테크와 더기반의 장부가액이 79억원, 309억원인 점을 감안하면 적지 않은 투자가 이루어졌다.

표 1. 노루홀딩스의 주요 계열사 (%)

구분	지분율	사업내용
종속기업		지주의 연결 대상
노루페인트	51	도료, 합성수지 제조 및 판매. 국내 도료 시장점유율 3위. 건축 · 자동차용 도료 등
노루케미칼	100	도료의 재료 수지를 생산
노루오토코팅	51	자동차용 도료 생산
노루홀딩스(홍콩)	67	비금융지주회사. 나머지 33%는 노루페인트가 소유
노루홀딩스(싱가포르)	100	비금융지주회사. 2018년 4분기 신설
노루알앤씨	50	도금, 착색 및 표면처리강제 판매
기반테크	100	농생명 사업 및 투자
더기반	93	농산물의 유통, 가공, 판매
관계기업		지주의 지분법평가손익 적용 대상
아이피케이	40	선박용 도로 생산
노루비케미칼	50	자동차 범퍼 등 플라스틱용 도료 생산
세다	40	도장설비 및 관련 부품 제조, 화공약품 판매

자료: 사업보고서

실적

노루홀딩스의 별도 수익은 배당금이 대부분으로 배당금의 정도에 따라 연도별 차이가 발생하는데, 2019년 상반기가 지난해보다 좋은 것은 배당금이 늘었기 때문으로 국내에서뿐만 아니라 지난해 상반기에 없었던 해외에서 69억원이 발생했기 때문이다. 연결 실적도 계열사 실적의 개선으로 증가하였다. 주력 계열사이며 상장기업인 노루페인트는 매출원가율이 0.6%p 하락한 효과가 컸고, 아이피케이는 순이익이 지난해 연간 규모를 넘어섰고, 노루비케미칼도 지난해 연간 규모의 84%에 달한다.

표 2. 2019년 상반기 누적 실적 비교 (억원, %)

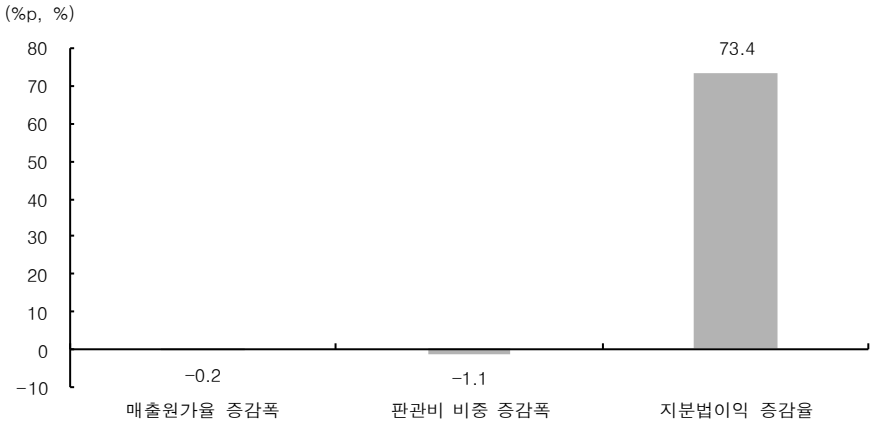
		매출액		영업이익		순이익	
			YoY		YoY		YoY
노루홀딩스	별도	229	65.1	157	159.6	141	146.1
	연결	4,400	6.1	139	85.2	126	91.8
노루페인트		3,255	6.5	183	22.9	131	19.7
노루오토코팅		846	0.1	-	-	49	8.9
아이피케이		780	-7.1	-	-	57	18.7
노루비케미칼		750	10.4	-	-	61	60.5

주: YoY는 전년상반기대비. 노루페인트는 상장기업이고, 나머지는 비상장으로 지주 연결감사보고서 주석 활용
자료: 반기 사업보고서

수익 개선

연결실적의 중심에 있는 노루페인트가 매출원가율이 0.6%p 하락함에 따라 노루홀딩스의 매출원가율도 하락했으며, 판관비도 0.3% 증가에 불과해 매출액대비 판관비 비중이 1.1%p 하락해서 영업이익률이 1.3%p 상승했다. 또 주목할 부분은 지분법이익으로 3년전만 해도 노루홀딩스의 순이익이 지금보다 많을 때 지분법이익은 300억원을 기록하기도 했다. 아이피케이의 실적이 좋았기 때문인데, 선박건조량이 줄면서 급격히 둔화되었던 아이피케이의 실적이 개선세를 보였기 때문이다. 매출 성장이 수익 개선보다 높지 않아서 전방산업의 경기 호전에 기인한다고 낙관할 처지는 아직 아니나, 실적이 개선될 수 있는 기반과 조짐을 보였다는 점에 의미를 부여할 수 있다.

그림 1. 노루홀딩스의 수익 개선 지표



주: 연결실적이며, 증감폭(율)은 2019년 상반기 실적을 2018년 상반기와 비교. 증감폭은 %p,증감율은 % 자료: 사업보고서

Valuation

별도수익 증가로 배당을 올릴 수 있을 것 같은데, 해외 법인의 배당금을 일회성으로 간주해야 해서 상승폭이 제한적이라 하더라도 50~100원 정도 올릴 수 있어 4.3~4.7%의 배당수익률을 기대할 수 있다. 설사 올리지 못하더라도 배당기대수익률이 3.9%로 결코 낮지 않다. 수익 개선에 비해 상대적으로 낮은 매출 성장률은 제품 수요에 변화가 크지 않다는 것으로 해석할 수 있어 밸류에이션 기준은 보수적으로 판단하는데, 수익과 투자 지표가 저점을 통과하는 주가 바닥론에 손을 들어주고 싶다.

표 3. Valuation (억원, 백만주)

구분	기업가치	비고
투자가치	2,815	
노루페인트	783	시가총액
비상장사	2,032	노루페인트를 제외한 종속기업과 관계기업 가치(장부가액) 합산
관계기업	440	장부가액
순차입금	340	2019년 상반기 별도 재무제표
주식수	10	자사주를 제외한 보통주
적정주가	13,431	상장사 30%, 비상장사는 실적 기여도에 따라 40~50%, 관계기업 30% 할인율 차등 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

노루홀딩스 (000320)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	771	836	880	907	931
증가율(%)	11.7	8.4	5.3	3.1	2.6
매출원가	576	653	685	705	724
매출총이익	195	183	195	202	208
매출총이익률 (%)	25.3	21.9	22.2	22.3	22.3
판관비	178	173	175	179	183
판관비율(%)	23.1	20.7	19.9	19.7	19.7
영업이익	17	10	20	23	24
증가율(%)	-26.1	-41.2	100.0	15.0	4.3
영업이익률(%)	2.2	1.2	2.3	2.5	2.6
순금융손익	-4	-4	-3	-5	-5
이자손익	-5	-5	-5	-5	-4
기타	1	1	2	0	-1
기타영업외손익	-3	-1	2	2	3
종속/관계기업손익	77	9	15	16	18
세전이익	87	14	34	36	40
법인세	25	11	14	14	16
법인세율	28.7	78.6	41.2	38.9	40.0
계속사업이익	62	3	20	21	24
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	3	20	21	24
증가율(%)	195.2	-95.2	566.7	5.0	14.3
당기순이익률 (%)	8.0	0.4	2.3	2.3	2.6
지배주주당기순이익	43	-8	7	12	13
기타포괄이익	-8	2	2	0	0
총포괄이익	54	5	22	21	24
EBITDA	40	34	51	52	53
증가율(%)	-9.1	-15.0	50.0	2.0	1.9
EBITDA마진율(%)	5.2	4.1	5.8	5.7	5.7

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	439	449	480	487	498
현금및현금성자산	109	96	99	103	108
유가증권	53	55	80	82	85
매출채권	185	198	202	203	203
재고자산	81	85	89	89	90
비유동자산	550	538	545	552	562
유형자산	413	412	408	399	392
무형자산	19	18	18	17	16
투자자산	85	84	98	114	132
자산총계	989	987	1,025	1,040	1,060
유동부채	257	272	329	329	331
매입채무및기타채무	117	122	133	134	132
단기차입금	27	32	66	65	64
유동성장기부채	61	68	77	76	76
비유동부채	154	153	126	123	122
사채	15	15	15	15	15
장기차입금	76	80	46	41	36
부채총계	411	426	454	452	453
지배주주지분	381	365	368	376	384
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	78	78	78	78	78
자본조정등	-15	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-5	-4	-2	-2	-2
이익잉여금	315	302	304	311	320
비지배주주지분	196	196	202	212	223
자본총계	578	561	571	588	607
비이자부채	232	231	248	253	260
총차입금	179	195	206	199	193
순차입금	17	44	27	14	1

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,162	-607	489	875	969
BPS	28,287	27,104	27,338	27,871	28,498
DPS	450	450	450	450	450
밸류에이션(배)					
PER	5.1	-20.2	21.7	12.1	10.9
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.7	12.0	7.4	7.1	6.9
성장성지표(%)					
매출증가율	11.8	8.4	5.2	3.1	2.7
EPS증가율	290.8	-119.2	-180.5	79.0	10.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.8	3.7	4.2	4.2	4.2
ROE	11.7	-2.2	1.8	3.2	3.4
ROA	6.3	0.3	2.0	2.1	2.3
ROIC	11.6	0.5	3.6	4.0	4.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	71.2	75.8	79.6	76.9	74.6
순차입금 비율(%)	2.9	7.8	4.7	2.4	0.2
이자보상배율(배)	2.4	1.4	2.6	3.0	3.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.0	4.4	4.4	4.5	4.6
재고자산회전율	9.8	10.1	10.1	10.2	10.4
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	31	7	47	33	30
당기순이익	62	3	20	21	24
비현금성 비용 및 수익	-38	32	36	16	13
유형자산감가상각비	22	22	29	28	28
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	1	-29	-2	0	-2
매출채권등의 감소	-7	-21	-7	-1	0
재고자산의 감소	-5	-5	-4	0	-1
매입채무등의 증가	21	10	12	0	-2
기타 영업현금흐름	6	1	-7	-4	-5
투자활동 현금흐름	5	-18	-45	-23	-25
유형자산의 증가(CAPEX)	-39	-18	-20	-20	-20
유형자산의 감소	1	5	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	74	0	-22	0	0
기타	-29	-3	-5	-3	-5
재무활동 현금흐름	-33	-5	2	-6	0
차입금의 증가(감소)	55	47	-7	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-88	-52	9	-1	5
기타 및 조정	-4	3	0	-1	0
현금의 증가	-1	-13	4	3	5
기초현금	109	109	96	99	103
기말현금	109	96	99	103	108

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

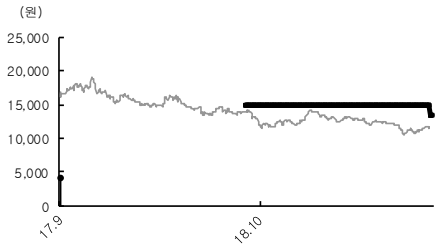
투자등급 통계 (2018.09.24~2019.09.24)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	89.4
중립	16	10.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

노루홀딩스



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2016.11.11	중립	-	-	-					
2017.11.11	1년경과	-	-	-					
2018.09.28	중립	15,000	-15.06	-6.00					
2019.03.22	중립	14,800	-18.50	-10.47					
2019.09.27	중립	13,500							