

Company Update

Analyst 김장원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (상향)

목표주가 16,000원

현재가 (2/19) 11,650원

KOSPI (2/19)	3,107.62pt
시가총액	158십억원
발행주식수	13,476천주
액면가	500원
52주 최고가	11,750원
최저가	6,330원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	2.8%
배당수익률 (2020F)	3.7%

주주구성
한영재 외 11 인 46.40%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	7%	-5%	-27%
절대기준	8%	25%	2%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	중립	▲
목표주가	16,000	10,000	▲
EPS(20)	749	357	▲
EPS(21)	1,002	709	▲

노루홀딩스 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 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.

노루홀딩스 (000320)

긍정적 의미의 턴어라운드

실적 개선

2020년 매출은 8,480억원으로 전년대비 4.1% 감소했고, 영업이익은 357억원으로 전년대비 42.8% 증가했으며, 순이익은 279억원으로 전년대비 40.2% 증가했다. 1년 내내 지속된 코로나19의 영향으로 매출은 감소했으나, 수익성 중심의 제품 구성 변화와 신사업의 적자 폭 감소가 수익성이 개선된 주요 요인으로 판단된다. 지주 연결 실적에 기여도가 높은 연결 종속기업 노루포인트는 3분기 누적 영업이익이 2019년 연간 영업이익의 98% 수준이었고, 이익률도 2019년대비 1.5%p 높아진 6%를 기록했다. 농업사업도 3분기까지 적자규모가 전년동기대비 절반수준으로 낮아졌다. 실적 개선세는 2019년부터 나타나기 시작해 2019년 영업이익이 전년대비 145.1% 증가했고, 영업이익률이 두 배이상 개선되었다.

실적 턴어라운드의 지속성

도료가 전방산업의 업황에 영향을 많이 받는 원부자재로서 업황 사이클이 비교적 긴 패턴을 그린다는 점에서 2019년을 기점으로 개선된 실적 턴어라운드는 경기 활성화를 위한 인프라 투자 확대와 건축 경기가 나쁘지 않은 현재 상황을 감안할 때 지속될 가능성이 높다. 더구나 농업관련사업에 투자가 일단락되고, 적자규모가 감소한 점도 수익 개선을 기대할 수 있는 근거가 된다. 세전이익이 지분법이익으로 영업이익을 상회하는 동사는 지분법이익도 영업이익이 저점을 기록한 2018년 이후 개선되고 있다.

투자의견 매수로 상향

현재 주가 수준은 지금 실적이 나오던 과거에 비해 낮고, 향후 실적 개선 추세를 감안할 때 기업가치는 저평가되어 있다. 과거 주가가 높은 시절에도 배당금은 지금과 같은 수준이었다. 최근 회복 추세를 보인 주가는 추가 상승 여력이 높다고 판단하여 투자의견을 중립에서 매수로 상향한다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	836	884	848	889	920
영업이익	10	25	36	39	43
세전이익	14	35	42	46	51
지배주주순이익	-8	5	10	14	15
EPS(원)	-607	339	749	1,002	1,109
증가율(%)	-119.2	-155.9	120.5	33.9	10.7
영업이익률(%)	1.2	2.8	4.2	4.4	4.7
순이익률(%)	0.4	2.3	3.3	3.4	3.6
ROE(%)	-2.2	1.3	2.7	3.6	3.9
PER	-20.2	36.8	14.6	11.6	10.5
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	12.0	8.5	6.7	6.7	6.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

도로 사업이 주력이면서
농업 사업도 영위

노루홀딩스는 노루페인트와 노루오토코팅이 연결대상 종속기업으로 매출부터 포함하고, 선박용도료를 만드는 아이피케이와 플라스틱 및 진공증착용 도료를 생산하는 노루비케미칼은 지분법이식으로 지주 연결 실적에 반영된다. 이외에도 여러 도로 및 도로의 원부자재를 생산하는 업체와 종자육종을 포함한 농업사업도 영위하고 있다.

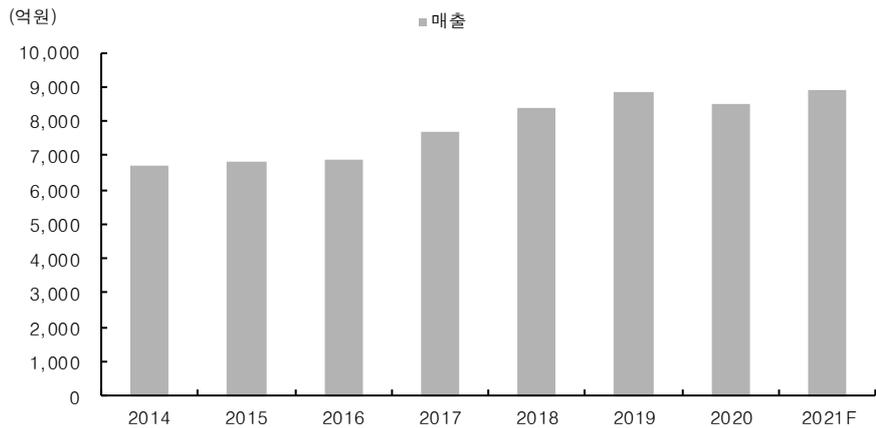
2020년 수익 개선

2020년 매출액이 8,480억원으로 전년대비 4.1% 감소했으나, 영업이익은 357억원으로 전년대비 42.8% 증가했고, 순이익은 279억원으로 40.2% 증가했다. 3분기까지 누적 영업이익과 순이익이 전년동기대비 6.8%, 4.8% 증가한 점을 감안할 때 4분기에 실적 개선폭이 컸다. 주력사업의 실적 개선과 함께 적자가 지속되고 있는 농업사업도 적자폭이 줄어든 것이 지주 실적 개선의 한 요인 중 하나라고 생각된다.

2021년에도 수익 개선
지속

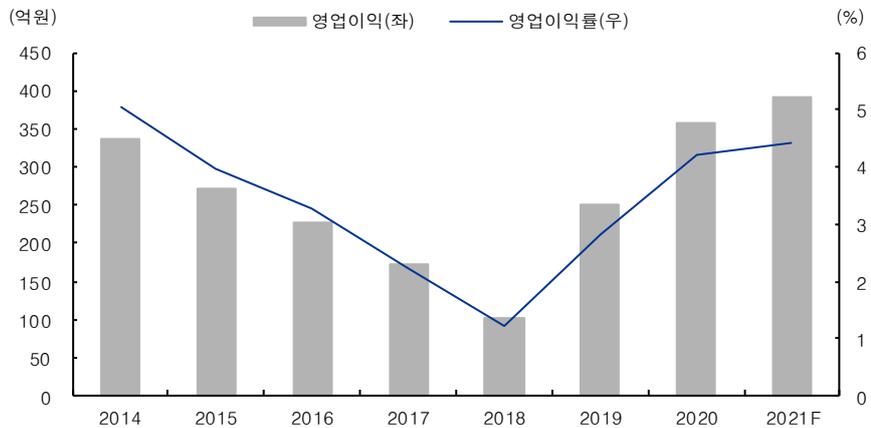
전방산업의 영향을 많이 받은 도로산업 특성과 업황 개선으로 2021년 실적도 호조세가 이어질 것으로 예상되며, 농업사업도 비용 중심에서 점차 수익 중심으로 전환되어 지주 실적에 미치는 마이너스 영향이 더 개선될 전망이다.

그림 1. 지주 매출액 추이



자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 2. 지주 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 사업보고서, IBK투자증권

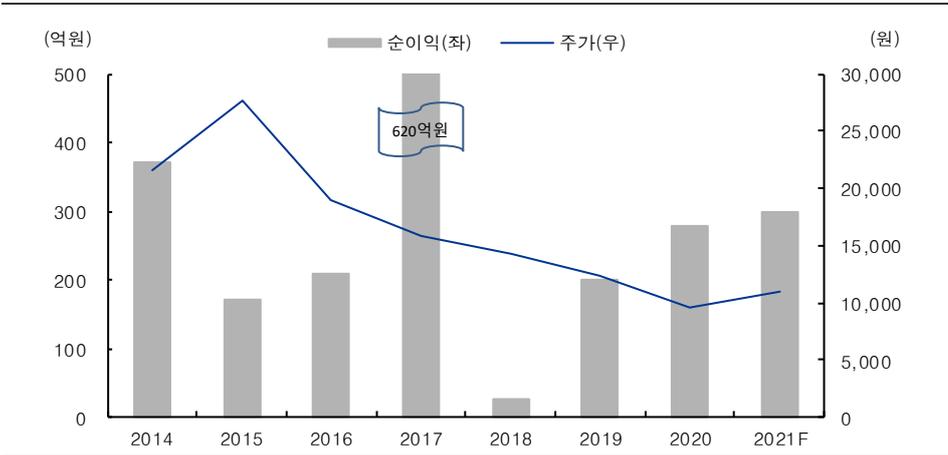
이익과 주가는 유사한 궤적

2020년 영업이익은 2015년 이후 가장 높은 수준이고, 순이익은 2014년 이후 최고 수준이다. 2017년은 투자자산처분이익 641억원이 발생하여 일회성 이익을 제거하여 비교하였다. 주력 계열사 중 아이피케이와 노루비케미칼이 지분법이익으로 영업외손익에 반영되는 점을 감안할 때 순이익으로 비교하는 것이 맞을 듯하여 이익과 주가는 시기별 유사한 궤적을 나타내고 있다.

주가는 실적이 가장 낮은 2018년보다 낮은 수준

2018년 연결 대상 종속기업뿐만 아니라 선박건조량 감소로 지분법이익의 기여도가 높았던 아이피케이 부진으로 이익이 최저점을 기록한 이후 실적 개선세가 나타나고 있음에도 주가는 최근 회복세를 보임에도 2018년보다 낮은 수준이다. 올해도 실적이 개선될 것으로 예상됨에 따라 상승 탄력이 이어질 가능성을 염두에 뒀어야 할 것 같다. 배당금은 400~450원을 유지하였고, 3분기까지 별도 수익이 지난해보다 못하지만 주주환원의 안정성과 지속성을 감안할 때 지난해 수준을 유지할 것으로 예상된다.

그림 3. 지주 순이익과 주가 추이



주: 2017년에는 투자자산처분이익 641억원 발생 자료: Quantwise, 사업보고서, IBK투자증권

투자의견 매수로 상향, 목표주가 16,000원 제시

실적이 2018년을 저점으로 개선 추세이며, 과거 영업이익을 상회하던 순이익에 결정적 영향을 미쳤던 선박용도로가 아직은 미흡해도 최근 조선업체의 선박 수주를 감안할 때 개선될 여지가 높다고 판단하여 투자의견을 중립에서 매수로 상향하고, 목표주가는 종속기업과 관계기업의 가치를 근거로 16,000원을 제시한다. 관계기업 아이피케이와 노루비케미칼 가치가 실적 전망을 기반으로 multiple 규모가 과하다고 생각되지 않아 할인율을 상장기업과 동일하게 적용하였다.

표 4. 밸류에이션

(단위: 억원, 백만주, 원)

항목	가치	내용
투자자산가치	3,602	종속기업과 관계기업 가치
종속기업	2,509	상장기업 노루페인트는 시가총액, 다른 종속기업은 장부가액
관계기업	1,093	아이피케이와 노루비케미칼의 EPS에 multiple 10x 적용
순차입금	412	2020년 3분기 별도 재무제표
주식수	13	자사주를 포함한 보통주
적정주가	15,871	관계기업 가치를 실적 추정으로 산출함에 따라 종속기업과 동일한 30% 할인율 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

노루홀딩스 (000320)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	836	884	848	889	920
증가율(%)	8.4	5.8	-4.1	4.8	3.5
매출원가	653	674	639	671	694
매출총이익	183	210	209	218	226
매출총이익률 (%)	21.9	23.8	24.6	24.5	24.6
판매비	173	185	174	179	183
판매비율(%)	20.7	20.9	20.5	20.1	19.9
영업이익	10	25	36	39	43
증가율(%)	-40.7	144.4	42.9	9.7	8.9
영업이익률(%)	1.2	2.8	4.2	4.4	4.7
순금융손익	-4	-3	-4	-6	-5
이자손익	-5	-5	-6	-6	-5
기타	1	2	2	0	0
기타영업외손익	-1	-1	0	0	0
종속/관계기업손익	9	14	11	13	14
세전이익	14	35	42	46	51
법인세	11	15	15	16	17
법인세율	78.6	42.9	35.7	34.8	33.3
계속사업이익	3	20	28	30	33
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	20	28	30	33
증가율(%)	-95.7	647.5	40.3	7.5	10.7
당기순이익률 (%)	0.4	2.3	3.3	3.4	3.6
지배주당기순이익	-8	5	10	14	15
기타포괄이익	2	0	0	0	0
총포괄이익	5	20	28	30	33
EBITDA	34	48	60	62	66
증가율(%)	-15.6	42.4	23.1	4.9	5.0
EBITDA마진율(%)	4.1	5.4	7.1	7.0	7.2

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-607	339	749	1,002	1,109
BPS	27,104	27,108	27,570	28,268	29,074
DPS	450	400	400	400	400
밸류에이션(배)					
PER	-20.2	36.8	14.6	11.6	10.5
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	12.0	8.5	6.7	6.7	6.3
성장성지표(%)					
매출증가율	8.4	5.8	-4.1	4.8	3.5
EPS증가율	-119.2	-155.9	120.5	33.9	10.7
수익성지표(%)					
배당수익률	3.7	3.2	3.7	3.7	3.7
ROE	-2.2	1.3	2.7	3.6	3.9
ROA	0.3	2.0	2.7	2.8	3.0
ROIC	0.5	3.6	5.0	5.2	5.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	75.8	77.5	83.6	80.5	75.4
순차입금 비율(%)	7.8	6.7	7.4	5.4	1.6
이자보상배율(배)	1.4	3.4	5.0	5.4	6.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.4	4.6	4.4	4.3	4.4
재고자산회전율	10.1	9.7	8.6	8.8	9.3
총자산회전율	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	449	453	499	512	517
현금및현금성자산	96	88	90	93	111
유가증권	55	66	86	85	83
매출채권	198	186	201	212	203
재고자산	85	97	102	100	97
비유동자산	538	555	568	585	600
유형자산	412	422	428	431	433
무형자산	18	17	18	17	16
투자자산	84	94	98	111	125
자산총계	987	1,007	1,067	1,096	1,116
유동부채	272	271	321	325	320
매입채무및기타채무	122	121	135	138	133
단기차입금	32	72	96	94	94
유동성장기부채	68	14	31	30	30
비유동부채	153	169	165	164	160
사채	15	15	0	0	0
장기차입금	80	88	87	82	77
부채총계	426	440	486	489	480
지배주주지분	365	365	372	381	392
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	78	78	78	78	78
자본조정등	-19	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-4	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	302	301	307	317	327
비지배주주지분	196	202	210	226	245
자본총계	561	567	581	607	637
비이자부채	231	248	268	279	275
총차입금	195	192	218	210	205
순차입금	44	38	43	33	10

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	7	57	30	37	51
당기순이익	3	20	28	30	33
비현금성 비용 및 수익	32	35	39	17	15
유형자산감가상각비	22	22	23	22	22
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-29	-3	-22	-4	8
매출채권등의 감소	-21	7	-21	-11	9
재고자산의 감소	-5	-14	-7	2	3
매입채무등의 증가	10	-2	16	3	-5
기타 영업현금흐름	1	5	-15	-6	-5
투자활동 현금흐름	-18	-41	-48	-27	-24
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-29	-29	-26	-24
유형자산의 감소	5	2	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	0	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-11	0	0
기타	-3	-14	-7	-1	0
재무활동 현금흐름	-5	-24	20	-7	-9
차입금의 증가(감소)	47	33	5	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-52	-57	15	-2	-4
기타 및 조정	3	0	0	0	0
현금의 증가	-13	-8	2	3	18
기초현금	109	96	88	90	93
기말현금	96	88	90	93	111

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 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.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	138	91.4
중립	13	8.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

