

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,283 억원
주요주주	
신닛테츠스미킨화학	22.38%
신도케미칼	18.94%
외국인지분률	35.10%
배당수익률	2.70%

Stock Data

주가(16/09/26)	56,500 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	78,700 원
52주 최저가	51,400 원
60일 평균 거래대금	9 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-1.1%
6개월	-9.6%	-12.2%
12개월	-15.8%	-20.3%

국도화학 (007690/KS | 매수(유지) | T.P 80,000 원(하향))

3Q16 preview: 전년대비 약해진 실적 모멘텀

3Q OP는 94 억원으로 추정되어 컨센서스를 -33.2% 하회할 것으로 판단함. 원화 강세와 원가 하락분을 뒤늦게 반영하는 에폭시의 지속적인 가격 하락은 단기 실적의 약세로 작용하고 있음. 다만 물량은 여전히 확대추세에 있어 차후 이익 회복 여력은 살아 있음. 단기적으로는 이익 약세 국면이기 때문에 매력은 떨어지는 것이 사실임. 다만 중장기적인 외형성장 기초와 안정적 재무구조는 긴 안목에서 볼 때 장점으로 파악할 수 있음

3Q16 추정 영업이익 94 억원(QoQ -15.0% / YoY -56.3%)

9/23 기준 시장 컨센서스 141 억원을 -33.2% 하회하는 실적 수준일 것으로 판단함. 감익의 폭이 큰 배경으로서는 첫 번째로서는 환율을 꼽을 수 있음. 수출 의존도가 높은 동사의 특성상 원화 강세는 피해요인이 될 수밖에 없음. 두 번째로서는 에폭시 가격의 지속적인 판가인하임. 지난 해 급격한 유가하락 이후 spread가 확대되면서 호실적이 발생했지만, 올 해는 순차적으로 가격 하락이 반영되면서 이익 감소 중임. 긍정적으로 볼 수 있는 부분은 증설 이후 물량이 지속 확대기조에 있다는 것임. 이는 가격 하락 일단락 이후의 실적 반등의 개연성을 높여주는 요인임

외형확대의 매력은 여전함

동사는 2005년 배당 성향을 줄인 이후 10여년 가까이 증설을 지속하는 외형성장을 택했음. 현재 에폭시 생산능력 65만톤/년은 2005년 약 15만톤/년 대비 4배 이상 확대된 수치임. 이를 토대로 영업이익은 꾸준히 성장일로를 걸어왔음. 지난 해 급격한 이익 확대 이후의 기저효과로서 올 해 상대적 이익이 약세지만, 이와 같은 외형성장이 지속되었음을 감안한다면 차후 이익 upside는 여전히 높다고 판단함

목표주가 100,000 원 → 80,000 원 / 투자 의견 매수 유지

지속적인 이익 하락을 반영하여 목표주가 역시 기존대비 하향 조정함. 현 주가는 올 해 이익 기준으로 볼 때는 PER 10배 내외 수준이지만, 내년 550억 원 내외의 영업이익 수준으로 복귀한다면 PER은 8배 내외라고 할 수 있음. 단기적인 상승여력은 제한적일 수 있음. 다만 긴 안목에서 본다면 외형성장 / 안정적 재무구조의 장점은 여전함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	911.9	978.0	1,011.9	980.0	832.5	964.8
yoy	%	8.4	7.2	3.5	(3.2)	(15.1)	15.9
영업이익	십억원	40.6	31.5	78.0	44.9	56.7	54.7
yoy	%	0.0	(22.2)	147.1	(42.4)	26.3	(3.4)
EBITDA	십억원	52.0	44.7	91.9	60.2	72.1	70.1
세전이익	십억원	40.8	29.1	74.2	42.1	52.7	49.7
순이익(지배주주)	십억원	31.0	20.3	55.9	31.1	40.0	37.7
영업이익률%	%	4.4	3.2	7.7	4.6	6.8	5.7
EBITDA%	%	5.7	4.6	9.1	6.1	8.7	7.3
순이익률	%	4.5	3.0	7.3	4.3	6.3	5.2
EPS	원	5,335	3,495	9,618	5,360	6,879	6,492
PER	배	10.4	11.8	6.2	10.5	8.2	8.7
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.6	6.2	4.0	6.1	4.2	4.7
ROE	%	9.1	5.6	14.1	7.3	8.9	7.9
순차입금	십억원	23	38	20	42	(25)	(12)
부채비율	%	62.8	68.2	58.2	55.5	47.1	48.1

3Q16 preview

(단위 % 십억원)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	258.2	238.7	240.8	261.8	243.2	(5.8)	(7.1)	216.3	12.4
영업이익	21.6	15.8	16.7	11.1	9.4	(56.3)	(15.0)	14.1	(33.2)
세전이익	19.7	15.1	16.6	10.5	8.4	(57.4)	(20.2)	12.1	(30.9)
지배순이익	15.2	12.0	12.2	7.6	6.4	(58.0)	(16.5)	10.4	(38.5)
영업이익률	8.4	6.6	6.9	4.2	3.9	(4.5)	(0.4)	6.5	(2.6)
세전이익률	7.6	6.3	6.9	4.0	3.4	(4.2)	(0.6)	5.6	(2.2)
지배주주순이익률	5.9	5.0	5.1	2.9	2.6	(3.3)	(0.3)	4.8	(2.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	7.7%	14.1%	7.2%	8.1%	8.0%	8.0%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.7%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.05					
2Q17E BPS(지배주주지분)	82,938					
Target Price	78,008					

자료: 국도화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	9,618	5,550	6,684	7,077	7,523
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,280				
2Q17E EPS	5,550				
2Q18E EPS	6,684				

Multiple	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0
TP by weighted EPS	43,957	50,237	56,516	62,796	69,076	75,355	81,635	87,914	94,194	100,474
TP by 2Q17E EPS	38,852	44,403	49,953	55,503	61,054	66,604	72,154	77,705	83,255	88,805
TP by 2Q18E EPS	46,788	53,471	60,155	66,839	73,523	80,207	86,891	93,575	100,259	106,943

자료: 국도화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	1,011.9	830.4	719.7	1,011.9	980.0	832.5	0.0%	18.0%	15.7%
YoY %	3.5%	-17.9%	-13.3%	3.5%	-3.2%	-15.1%			
영업이익	78.0	63.0	64.3	78.0	44.9	56.7	0.0%	-28.8%	-11.9%
YoY %	147.1%	-19.2%	2.1%	147.1%	-42.4%	26.3%			
EBITDA	91.9	78.2	79.5	91.9	60.2	72.1	0.0%	-23.0%	-9.3%
YoY %	105.7%	-14.9%	1.7%	105.7%	-34.5%	19.7%			
순이익	55.9	46.2	48.1	55.9	31.1	40.0	0.0%	-32.6%	-16.9%
YoY %	175.2%	-17.3%	4.1%	175.2%	-44.3%	28.3%			

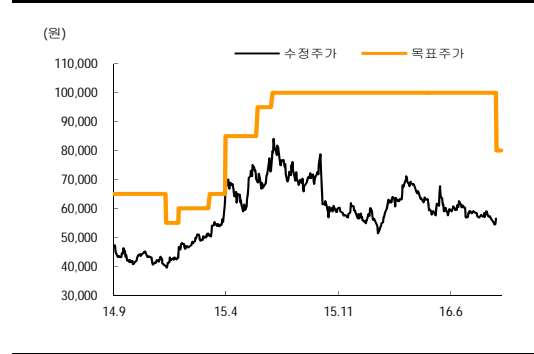
자료: 국도화학 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	198.1	169.9	179.8	193.1	243.2	234.3	233.5	217.0	22.8%	37.9%	29.9%	12.4%
YoY %	-23.3%	-28.8%	-25.3%	-12.9%	-5.8%	-1.9%	-3.0%	-17.1%				
QoQ %	-10.7%	-14.2%	5.8%	7.4%	-7.1%	-3.7%	-0.3%	-7.1%				
영업이익	16.0	12.8	13.8	20.2	9.4	7.6	13.0	16.8	-41.0%	-40.4%	-5.7%	-17.0%
YoY %	-25.9%	-18.9%	-17.5%	15.0%	-56.3%	-51.7%	-22.2%	50.8%				
QoQ %	-8.8%	-20.0%	7.7%	46.5%	-15.0%	-19.2%	70.3%	28.9%				
EBITDA	19.8	16.6	17.6	24.0	13.3	11.5	16.8	20.6	-32.8%	-30.8%	-4.1%	-14.0%
YoY %	-21.2%	-44.2%	-14.3%	12.4%	-47.1%	-61.4%	-17.8%	37.7%				
QoQ %	-7.2%	-16.2%	5.9%	36.5%	-11.1%	-13.6%	46.7%	22.3%				
순이익	11.8	9.4	10.2	15.1	6.4	5.0	9.0	11.9	-46.0%	-47.0%	-11.9%	-21.1%
YoY %	-22.2%	-21.5%	-16.2%	17.5%	-58.0%	-58.4%	-26.2%	56.3%				
QoQ %	-8.3%	-20.0%	8.1%	48.3%	-16.5%	-21.5%	79.7%	32.8%				

자료: 국도화학 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.27	매수	80,000원
	2016.06.27	매수	100,000원
	2016.04.25	매수	100,000원
	2016.03.27	매수	100,000원
	2016.02.01	매수	100,000원
	2016.01.05	매수	100,000원
	2015.10.28	매수	100,000원
	2015.09.30	매수	100,000원
	2015.07.27	매수	100,000원
	2015.06.29	매수	95,000원
	2015.04.29	매수	85,000원
	2015.03.29	매수	65,000원
	2015.01.30	매수	60,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 27일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	372.6	396.2	398.8	403.3	443.7
현금및현금성자산	9.6	32.2	61.9	128.8	115.2
매출채권및기타채권	174.9	193.8	186.0	143.9	180.4
재고자산	102.2	94.0	80.4	62.3	78.0
비유동자산	264.9	285.0	289.2	294.6	303.2
장기금융자산	22.7	31.5	26.2	26.2	26.2
유형자산	234.9	246.3	255.6	260.9	269.6
무형자산	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
자산총계	637.4	681.3	688.0	697.9	746.9
유동부채	184.3	209.1	191.0	168.8	188.1
단기금융부채	76.2	92.8	78.5	78.5	78.5
매입채무 및 기타채무	100.4	94.4	98.7	76.5	95.7
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	74.1	41.4	54.5	54.5	54.5
장기금융부채	46.4	11.9	25.0	25.0	25.0
장기매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	258.4	250.6	245.5	223.3	242.5
지배주주지분	370.0	421.2	433.2	465.3	495.1
자본금	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
자본잉여금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
기타자본구성요소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	293.1	343.1	357.1	389.2	419.0
비지배주주지분	9.0	9.5	9.3	9.3	9.3
자본총계	379.1	430.7	442.5	474.6	504.4
부채외자본총계	637.4	681.3	688.0	697.9	746.9

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	15.9	67.4	66.3	111.2	31.1
당기순이익(손실)	20.9	56.3	31.7	40.8	38.5
비현금성항목등	25.4	35.8	30.1	28.7	28.7
유형자산감가상각비	13.1	13.9	15.3	15.4	15.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(12.3)	(21.9)	(14.8)	(13.3)	(13.3)
운전자본감소(증가)	(21.8)	(19.6)	18.6	41.7	(36.1)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(11.0)	(19.1)	8.2	41.9	(36.3)
재고자산감소(증가)	(7.0)	8.2	13.6	18.1	(15.7)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1.8	(4.3)	3.3	(18.3)	15.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	8.2	17.9	12.5	10.9	10.9
투자활동현금흐름	(34.6)	(18.3)	(10.3)	(20.7)	(24.0)
금융자산감소(증가)	(15.1)	(0.5)	11.4	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(20.1)	(17.9)	(21.4)	(20.7)	(24.0)
무형자산감소(증가)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	0.1	(0.2)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	16.6	(26.6)	(18.2)	(8.7)	(8.7)
단기금융부채증가(감소)	13.3	(23.6)	(17.6)	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	9.3	2.9	17.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	5.9	6.0	17.6	8.7	8.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	(2.0)	22.6	30.2	66.9	(13.7)
기초현금	11.2	9.2	31.7	61.9	128.8
기말현금	9.2	31.7	61.9	128.8	115.2
FCF	(1.0)	69.0	30.4	78.7	(1.0)

자료 : 국도화학 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	978.0	1,011.9	980.0	832.5	964.8
매출원가	892.1	873.3	871.5	722.6	848.4
매출총이익	85.8	138.6	108.5	109.8	116.4
매출총이익률 (%)	8.8	13.7	11.1	13.2	12.1
판매비와관리비	54.3	60.6	63.6	53.2	61.6
영업이익	31.5	78.0	44.9	56.7	54.7
영업이익률 (%)	3.2	7.7	4.6	6.8	5.7
비영업손익	(2.5)	(3.8)	(2.8)	(4.0)	(5.0)
순금융비용	3.0	3.2	3.0	2.0	1.0
외환관련손익	(1.1)	(2.8)	(0.4)	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.1	74.2	42.1	52.7	49.7
세전계속사업이익률 (%)	3.0	7.3	4.3	6.3	5.2
계속사업법인세	8.2	17.9	10.4	11.8	11.2
계속사업이익	20.9	56.3	31.7	40.8	38.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	20.9	56.3	31.7	40.8	38.5
순이익률 (%)	2.1	5.6	3.2	4.9	4.0
지배주주	20.3	55.9	31.1	40.0	37.7
지배주주귀속 순이익률(%)	2.1	5.5	3.2	4.8	3.9
비지배주주	0.6	0.4	0.5	0.8	0.8
총포괄이익	22.3	57.6	29.3	40.8	38.5
지배주주	21.5	57.0	29.1	40.0	37.7
비지배주주	0.8	0.6	0.2	0.8	0.8
EBITDA	44.7	91.9	60.2	72.1	70.1

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.2	3.5	(3.2)	(15.1)	15.9
영업이익	(22.2)	147.1	(42.4)	26.3	(3.4)
세전계속사업이익	(28.6)	155.1	(43.3)	25.2	(5.6)
EBITDA	(14.1)	105.7	(34.5)	19.7	(2.7)
EPS(계속사업)	(34.5)	175.2	(44.3)	28.3	(5.6)
수익성 (%)					
ROE	5.6	14.1	7.3	8.9	7.9
ROA	3.4	8.5	4.6	5.9	5.3
EBITDA마진	4.6	9.1	6.1	8.7	7.3
안정성 (%)					
유동비율	202.2	189.5	208.7	238.9	235.9
부채비율	68.2	58.2	55.5	47.1	48.1
순차입금/자기자본	10.0	4.6	9.4	(5.3)	(2.3)
EBITDA/이자비용(배)	(3.2)	23.9	(5.9)	3.2	(0.4)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,495	9,618	5,360	6,879	6,492
BPS	68,093	77,227	79,266	84,790	89,919
CFPS	6,166	12,578	8,464	10,207	9,950
주당 현금배당금	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.8	6.2	10.5	8.2	8.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.7	6.7	5.5	5.7
EV/EBITDA(최고)	6.2	4.0	6.1	4.2	4.7
EV/EBITDA(최저)					