

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	29 십억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	288 십억원
주요주주	
신도케미칼(외3)	23.90%
신일철화학	22.38%
외국인지분률	34.90%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(17/04/09)	49,600 원
KOSPI	2151.73 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	69,200 원
52주 최저가	48,000 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	-5.7%
6개월	-6.6%	-10.8%
12개월	-29.6%	-35.4%

국도화학 (007690/KS | 매수(유지) | T.P 70,000 원(유지))

1Q17 preview: 매력적인 주가수준이지만 문제는 에폭시 시장

1Q OP는 72 억원으로서 전분기대비 개선세 있을 것으로 판단함. 다만 영업이익률로 계산 시 2.8%에 불과해 여전히 약세 이어지고 있음을 알 수 있음. 1Q 역시 에폭시 가격은 정체된 반면 원재료 BPA, ECH의 상승압박 있었을 것임. 그나마 성수기 진입에 따른 물량증대효과 예상되어 실적 개선 추정. 5 만원 하회한 주가는 재무구조, 글로벌 top-tier 임을 감안 시 분명 매력적. 그러나 시장의 약세가 이어지는 만큼 선불리 대응할 때는 아님

1Q17 영업이익 72 억원(QoQ +45.7% / YoY -56.8%) 추정

전분기대비로는 개선되는 수치이지만, 영업이익률 2.8%에 해당하는 수준으로서 사실상 낮은 수준의 실적이 이어질 가능성이 높은 것으로 판단함. 주력제품 에폭시의 상황은 여전히 약세임. KITA 데이터를 기준으로 봤을 때 2 월 판매가격은 \$2,040/t 으로서 지난 4 분기 평균(\$2,013/t)과 크게 다르지 않음. 하지만 동 기간 원재료 BPA 와 ECH 의 가격은 꾸준히 상승하면서 spread 는 오히려 축소되었다는 것이 우려 요인임. 다만 상반기는 계절적 성수기이기 때문에 물량 증대로 인한 증익 요인이 있을 것으로 추정함

주가는 매력적, 문제는 돌아오지 않는 에폭시 시장

2015 년 초 이후 처음으로 5 만원을 하회한 동사의 주가는 분명히 저평가의 영역임. 재무구조가 안정적이고 글로벌 에폭시 메이저 업체라는 것까지 감안한다면 장기투자 관점에서는 매력을 느낄 수 있음. 다만 여전히 공급과잉 속에서 에폭시의 상황이 약세라는 것이 부담 요인으로 지속 작용 중임. 따라서 주가 급락에 따른 급격한 대응보다는 에폭시 가격과 가동률 변화 추세의 선제적 파악이 중요한 시점이라고 할 수 있음

목표주가 70,000 원 / 투자의견 매수 유지

금번 1Q17 프리뷰 자료에서는 시장 상황 변동을 감안해 일괄적으로 COE(Cost Of Equity)를 기존 7.5% → 7.0%로 하향하였음. 다만 동사의 이익 추정치에서 큰 변동이 없기에 목표주가와 투자의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	978.0	1,011.9	952.6	896.2	963.8	967.1
yoy	%	7.2	3.5	(5.9)	(5.9)	7.5	0.3
영업이익	십억원	31.5	78.0	37.0	37.9	50.9	54.4
yoy	%	(22.2)	147.1	(52.6)	2.5	34.2	6.9
EBITDA	십억원	44.7	91.9	52.4	99.4	112.4	115.9
세전이익	십억원	29.1	74.2	35.1	34.5	47.1	51.2
순이익(지배주주)	십억원	20.3	55.9	26.1	26.5	36.2	39.3
영업이익률%	%	3.2	7.7	3.9	4.2	5.3	5.6
EBITDA%	%	4.6	9.1	5.5	11.1	11.7	12.0
순이익률	%	3.0	7.3	3.7	3.8	4.9	5.3
EPS	원	3,495	9,618	4,490	4,553	6,223	6,756
PER	배	11.8	6.2	12.2	10.9	8.0	7.3
PBR	배	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.2	4.0	6.8	2.6	1.0	2.5
ROE	%	5.6	14.1	6.1	5.9	7.5	7.5
순차입금	십억원	38	20	35	(26)	(56)	(103)
부채비율	%	68.2	58.2	53.1	48.0	46.7	43.9

1Q17 preview

(단위: % 십억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	240.8	261.8	228.4	221.7	257.6	7.0	16.2	249.3	3.3
영업이익	16.7	11.1	4.2	5.0	7.2	(56.8)	45.7	7.7	(6.3)
세전이익	16.6	10.5	3.5	4.5	6.1	(63.0)	36.6	0.0	#DIV/0!
지배순이익	12.2	7.6	2.0	4.3	4.7	(61.3)	9.2	0.0	#DIV/0!
영업이익률	6.9	4.2	1.8	2.2	2.8	(4.1)	0.6	3.1	(0.3)
세전이익률	6.9	4.0	1.5	2.0	2.4	(4.5)	0.4	0.0	2.4
지배주주순이익률	5.1	2.9	0.9	1.9	1.8	(3.2)	(0.1)	0.0	1.8

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21	
ROE(지배주주지분)	6.7%	ROE(지배주주지분)	6.1%	6.8%	7.5%	6.7%	5.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.95						
1Q18E BPS(지배주주지분)	86,005						
Target Price	73,227						

자료: LG 상사, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21
EPS(지배주주지분)	4,490	5,525	6,519	6,261	5,832
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,902				
1Q18E EPS	5,525				
1Q19E EPS	6,519				

Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	47,215	53,117	59,019	64,920	70,822	76,724	82,626	88,528	94,430	100,331
TP by 1Q18E EPS	44,203	49,728	55,254	60,779	66,305	71,830	77,355	82,881	88,406	93,932
TP by 1Q19E EPS	52,149	58,667	65,186	71,704	78,223	84,741	91,260	97,779	104,297	110,816

자료: LG 상사, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	955.7	840.9	1,066.5	952.6	896.2	963.8	-0.3%	6.6%	-9.6%
YoY %	-5.6%	-12.0%	26.8%	-5.9%	-5.9%	7.5%			
영업이익	37.0	41.0	53.9	37.0	37.9	50.9	0.0%	-7.5%	-5.6%
YoY %	-52.6%	10.8%	31.5%	-52.6%	2.5%	34.2%			
EBITDA	52.3	56.3	69.2	52.4	99.4	112.4	0.2%	76.7%	62.5%
YoY %	-43.1%	7.7%	23.0%	-43.0%	89.9%	13.0%			
순이익	24.8	27.6	36.5	26.1	26.5	36.2	5.0%	-4.3%	-0.9%
YoY %	-55.5%	11.3%	31.9%	-53.3%	1.4%	36.7%			

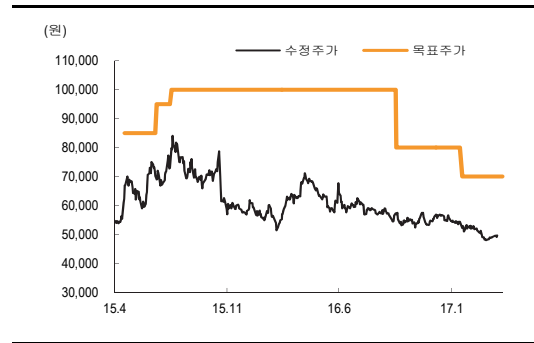
자료: LG 상사, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	249.3	210.3	195.3	186.0	257.6	230.3	209.5	198.8	3.3%	9.5%	7.3%	6.9%
YoY %	3.5%	-19.7%	-14.5%	-17.3%	7.0%	-12.0%	-8.3%	-10.3%				
QoQ %	10.9%	-15.7%	-7.1%	-4.8%	16.2%	-10.6%	-9.0%	-5.1%				
영업이익	7.7	14.7	11.7	6.8	7.2	12.6	11.0	7.0	-6.2%	-14.3%	-5.9%	3.0%
YoY %	-54.0%	32.7%	178.4%	37.4%	-56.8%	13.7%	161.9%	41.5%				
QoQ %	55.3%	91.6%	-20.3%	-42.1%	45.7%	75.1%	-12.5%	-36.6%				
EBITDA	11.5	18.6	15.6	10.6	22.6	28.0	26.4	22.4	96.2%	50.9%	69.8%	110.7%
YoY %	-43.8%	24.1%	93.6%	21.1%	10.3%	87.3%	228.7%	10.1%				
QoQ %	31.2%	61.2%	-16.1%	-31.7%	11.1%	24.0%	-5.6%	-15.3%				
순이익	4.8	10.3	8.1	4.4	4.7	9.0	7.9	4.9	-2.7%	-12.6%	-2.7%	10.4%
YoY %	-60.2%	35.0%	306.6%	43.9%	-61.3%	18.0%	295.5%	12.9%				
QoQ %	57.9%	112.8%	-21.2%	-45.7%	9.2%	91.1%	-12.2%	-38.3%				

자료: LG 상사, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.10	매수	70,000원
	2017.01.31	매수	70,000원
	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



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 기재된 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 기관투자가 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 (2017년 4월 10일 기준)

매수	95%	중립	5%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	396.2	390.5	424.3	486.0	542.8
현금및현금성자산	32.2	48.2	109.2	138.9	186.0
매출채권및기타채권	193.8	180.9	162.1	183.5	189.9
재고자산	94.0	84.1	75.5	85.3	88.3
비유동자산	285.0	292.3	275.6	262.2	249.0
장기금융자산	31.5	9.2	9.2	9.2	9.2
유형자산	246.3	275.6	258.9	245.6	232.4
무형자산	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
자산총계	681.3	682.8	699.9	748.2	791.8
유동부채	209.1	166.0	156.0	167.4	170.8
단기금융부채	92.8	58.9	58.9	58.9	58.9
매입채무 및 기타채무	94.4	96.9	86.9	98.2	101.6
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	41.4	70.9	70.9	70.9	70.9
장기금융부채	11.9	43.3	43.3	43.3	43.3
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	250.6	236.9	227.0	238.3	241.7
지배주주지분	421.2	436.4	463.5	500.5	540.7
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	343.1	360.5	387.6	424.6	464.7
비지배주주지분	9.5	9.4	9.4	9.4	9.4
자본총계	430.7	445.8	472.9	509.9	550.1
부채외자본총계	681.3	682.8	699.9	748.2	791.8

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	67.4	56.4	110.0	80.2	98.2
당기순이익(손실)	56.3	26.6	27.1	37.0	40.2
비현금성항목등	36.0	26.0	64.4	64.4	64.4
유형자산감가상각비	13.9	15.4	61.5	61.5	61.5
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(22.1)	(10.6)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
운전자본감소(증가)	(19.7)	25.1	18.6	(21.1)	(6.4)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(19.1)	13.3	18.7	(21.2)	(6.4)
재고자산감소(증가)	8.2	9.9	8.7	(9.9)	(3.0)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(4.3)	6.9	(8.7)	9.9	3.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	17.9	8.5	0.3	0.3	0.3
투자활동현금흐름	(18.3)	(29.4)	(44.8)	(48.2)	(48.4)
금융자산감소(증가)	(0.5)	18.1	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(17.9)	(47.5)	(44.8)	(48.2)	(48.4)
무형자산감소(증가)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(26.6)	(11.3)	0.0	0.0	0.0
단기금융부채증가(감소)	(23.6)	(44.4)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	2.9	41.9	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	6.0	8.9	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.6	15.5	61.9	29.7	47.1
기초현금	9.2	31.7	48.2	109.2	138.9
기말현금	31.7	47.2	109.2	138.9	186.0
FCF	69.0	(1.8)	63.7	32.6	49.7

자료 : LG상사, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,011.9	952.6	896.2	963.8	967.1
매출원가	873.3	851.9	793.3	843.0	842.6
매출총이익	138.6	100.8	102.9	120.8	124.6
매출총이익률 (%)	13.7	10.6	11.5	12.5	12.9
판매비와관리비	60.6	63.8	65.0	69.9	70.2
영업이익	78.0	37.0	37.9	50.9	54.4
영업이익률 (%)	7.7	3.9	4.2	5.3	5.6
비영업손익	(3.8)	(1.9)	(3.4)	(3.7)	(3.2)
순금융비용	3.2	3.9	1.4	1.1	1.6
외환관련손익	(2.8)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	74.2	35.1	34.5	47.1	51.2
세전계속사업이익률 (%)	7.3	3.7	3.8	4.9	5.3
계속사업법인세	17.9	8.5	7.4	10.1	11.0
계속사업이익	56.3	26.6	27.1	37.0	40.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*법인세효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.3	26.6	27.1	37.0	40.2
순이익률 (%)	5.6	2.8	3.0	3.8	4.2
지배주주	55.9	26.1	26.5	36.2	39.3
지배주주귀속 순이익률(%)	5.5	2.7	3.0	3.8	4.1
비지배주주	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
총포괄이익	57.6	24.0	27.1	37.0	40.2
지배주주	57.0	23.9	26.5	36.2	39.3
비지배주주	0.6	0.1	0.6	0.8	0.9
EBITDA	91.9	52.4	99.4	112.4	115.9

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	3.5	(5.9)	(5.9)	7.5	0.3
영업이익	147.1	(52.6)	2.5	34.2	6.9
세전계속사업이익	155.1	(52.7)	(1.7)	36.7	8.6
EBITDA	105.7	(43.0)	89.9	130	3.1
EPS(계속사업)	175.2	(53.3)	1.4	36.7	8.6
수익성 (%)					
ROE	14.1	6.1	5.9	7.5	7.5
ROA	8.5	3.9	3.9	5.1	5.2
EBITDA마진	9.1	5.5	11.1	11.7	12.0
안정성 (%)					
유동비율	189.5	235.3	272.0	290.4	317.8
부채비율	58.2	53.1	48.0	46.7	43.9
순차입금/자기자본	4.6	7.7	(5.6)	(11.0)	(18.8)
EBITDA/이자비용(배)	23.9	(8.8)	18.3	2.7	0.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,618	4,490	4,553	6,223	6,756
BPS	77,227	79,523	84,181	90,549	97,462
CFPS	12,578	7,468	15,708	17,461	17,938
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.2	12.2	10.9	8.0	7.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	4.7	7.4	3.2	2.8	2.8
EV/EBITDA(최고)	4.0	6.8	2.6	1.0	2.5
EV/EBITDA(최저)					