

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	305 십억원
주요주주	
신도케미칼(외3)	23.98%
Nippon Steel Chemical Co.,Ltd	22.38%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(17/06/30)	52,500 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	62,500 원
52주 최저가	46,450 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-2.8%
6개월	-4.4%	-19.0%
12개월	-11.6%	-27.2%

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

2Q17 preview: 빠른 spread 반등, 기대되는 2 분기 실적

2Q17 영업이익은 148 억원으로 추정되어 전분기대비 2 배 이상 증진할 것으로 판단함. 주력제품 에폭시 가격이 지난 연말 이후 지속 회복과정에 놓인 것에 반해, 원재료 BPA 와 ECH 는 지속 하락하면서 spread 를 확대한 것이 긍정적이었음. 차후에도 회복 방향성은 이어질 것으로 판단함. 다만 하반기 비수기와 현재 공급과잉 정도를 파악한다면 속도는 서서히 이뤄질 것임. 목표주가 7 만원 유지하며 중장기적으로 본다면 매력 있는 주가임.

2Q17 영업이익 148 억원(QoQ +147.4% / YoY +32.9%) 추정

전분기대비 2 배 이상 확대되는 호실적이 예상됨. 전년동기대비로 본다고 하더라도 30% 이상 증진되는 실적임. 에폭시 가격은 KITA 기준으로 봤을 때 지난 해 12 월말 \$1,971/t 에서 2017 년 5 월 \$2,289/t 까지 꾸준한 상승세를 보여왔음. 동 기간 원재료 BPA 와 ECH 가 하락한 것 대비로 본다면 spread 확대요인임. 기본적으로 성수기에 돌입했고 경쟁업체의 트러블 요인도 작용했음. 4~5 월 평균 1M lagging spread 는 \$688/t 으로 계산됨. 이는 1Q16 당시 \$772/t 이후 최고치며 당시 동사의 영업이익은 167 억원이었음. 참고로 2Q16 은 \$640/t 이었고 당시 동사의 영업이익은 111 억원이었음. SK 증권 리서치센터는 1Q16 과 2Q16 의 중간 수준 영업이익을 추정하였음.

공급과잉 영역은 서서히 해소될 것으로 판단함

글로벌 에폭시 시장은 지난 수 년 간 공격적으로 증설한 동사의 영향으로 공급과잉 영역에 진입했었음. 때문에 3Q16 부터 1Q17 까지는 평균 2% 내외의 낮은 영업이익률이 시현되었음. 이 국면은 서서히 해소될 개연성이 높음. 다만 하반기 이후 재차 비수기에 진입한다는 부분을 감안할 때 회복속도는 서서히 진행될 것으로 판단함.

목표주가 70,000 원 / 투자의견 매수 유지

기존 이익 추정치와 크게 달라지지 않음을 감안해 목표주가와 투자의견 유지함. 현재 가격은 중장기적으로 본다면 매력이 있는 수준임. 다만 앞서 언급한대로 빠른 속도의 회복 보다는 서서히 개선되는 방향성을 기대하는 것이 옳음.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	978.0	1,011.9	952.6	983.4	994.5	1,174.1
yoy	%	7.2	3.5	(5.9)	3.2	1.1	18.1
영업이익	십억원	31.5	78.0	37.0	47.4	46.5	42.2
yoy	%	(22.2)	147.1	(52.6)	28.2	(1.9)	(9.2)
EBITDA	십억원	44.7	91.9	52.4	63.1	62.2	57.9
세전이익	십억원	29.1	74.2	35.1	44.8	42.7	38.1
순이익(지배주주)	십억원	20.3	55.9	26.1	34.6	32.1	28.6
영업이익률%	%	3.2	7.7	3.9	4.8	4.7	3.6
EBITDA%	%	4.6	9.1	5.5	6.4	6.3	4.9
순이익률%	%	3.0	7.3	3.7	4.6	4.3	3.2
EPS	원	3,495	9,618	4,490	5,958	5,522	4,929
PER	배	11.8	6.2	12.2	8.8	9.5	10.7
PBR	배	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.2	4.0	6.8	5.1	6.0	5.3
ROE	%	5.6	14.1	6.1	7.8	6.9	5.8
순차입금	십억원	38	20	35	16	26	72
부채비율	%	68.2	58.2	53.1	54.5	53.2	55.5

2Q17 preview

(단위 % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	261.8	228.4	221.7	243.5	286.8	9.6	17.8	230.3	24.6
영업이익	11.1	4.2	5.0	6.0	14.8	32.9	147.4	12.6	17.1
세전이익	10.5	3.5	4.5	6.2	14.2	34.6	129.5	0.0	#DIV/0!
지배순이익	7.6	2.0	4.3	5.6	10.6	39.6	90.7	9.0	18.2
영업이익률	4.2	1.8	2.2	2.4	5.1	0.9	2.7	5.5	(0.3)
세전이익률	4.0	1.5	2.0	2.5	4.9	0.9	2.4	0.0	4.9
지배주주순이익률	2.9	0.9	1.9	2.3	3.7	0.8	1.4	3.9	(0.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	6.9%	14.1%	7.7%	7.8%	5.2%	5.6%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%					
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.98					
2Q18E BPS(지배주주지분)	85,454					
Target Price	75,430					

자료: 국도화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	9,618	6,163	6,739	4,667	5,270
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,890				
2Q18E EPS	6,163				
2Q19E EPS	6,739				

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	47,118	53,008	58,897	64,787	70,677	76,566	82,456	88,346	94,236	100,125
TP by 2Q18E EPS	49,303	55,466	61,629	67,792	73,955	80,118	86,281	92,444	98,607	104,770
TP by 2Q19E EPS	53,910	60,648	67,387	74,126	80,865	87,603	94,342	101,081	107,820	114,558

자료: 국도화학, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	952.6	896.2	963.8	952.6	983.4	994.5	0.0%	9.7%	3.2%
YoY %	-5.9%	-5.9%	7.5%	-5.9%	3.2%	1.1%			
영업이익	37.0	37.9	50.9	37.0	47.4	46.5	0.0%	25.2%	-8.6%
YoY %	-52.6%	2.5%	34.2%	-52.6%	28.2%	-1.9%			
EBITDA	52.4	99.4	112.4	52.4	63.1	62.2	0.0%	-36.6%	-44.7%
YoY %	-43.0%	89.9%	13.0%	-43.0%	20.5%	-1.5%			
순이익	26.1	26.5	36.2	26.1	34.6	32.1	0.0%	30.9%	-11.3%
YoY %	-53.3%	1.4%	36.7%	-53.3%	32.7%	-7.3%			

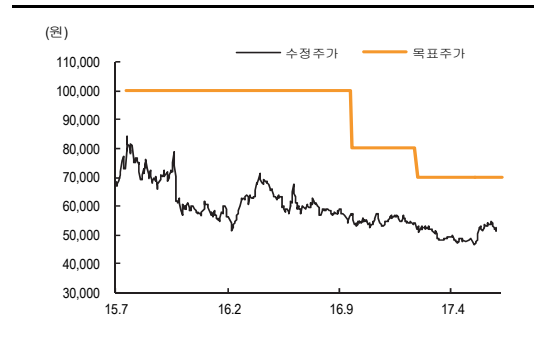
자료: 국도화학 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	230.3	209.5	198.8	235.0	286.8	237.3	215.7	242.5	24.6%	13.3%	8.5%	3.2%
YoY %	-12.0%	-8.3%	-10.3%	-8.7%	9.6%	3.9%	-2.7%	-0.4%				
QoQ %	-10.6%	-9.0%	-5.1%	18.2%	17.8%	-17.3%	-9.1%	12.5%				
영업이익	12.6	11.0	7.0	14.5	14.8	13.1	13.6	10.7	16.9%	18.8%	93.9%	-26.3%
YoY %	13.7%	161.9%	41.5%	100.7%	32.9%	211.1%	174.4%	78.8%				
QoQ %	75.1%	-12.5%	-36.6%	106.5%	147.4%	-11.1%	3.6%	-21.5%				
EBITDA	28.0	26.4	22.4	29.9	18.7	17.0	17.5	14.6	-33.3%	-35.6%	-21.8%	-51.2%
YoY %	87.3%	228.7%	10.1%	32.1%	24.8%	111.8%	-13.9%	47.6%				
QoQ %	24.0%	-5.6%	-15.3%	33.3%	89.0%	-8.8%	2.8%	-16.7%				
순이익	9.0	7.9	4.9	10.4	10.6	9.0	9.4	7.3	18.3%	14.3%	92.7%	-29.5%
YoY %	18.0%	295.5%	12.9%	120.1%	39.6%	352.3%	117.6%	30.8%				
QoQ %	91.1%	-12.2%	-38.3%	112.8%	90.7%	-15.2%	3.9%	-22.2%				

자료: 국도화학 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	70,000원
	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



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 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	396.2	390.5	410.8	420.5	435.5
현금및현금성자산	32.2	48.2	82.7	72.8	27.2
매출채권및기타채권	193.8	180.9	169.3	182.2	222.0
재고자산	94.0	84.1	81.9	88.1	107.3
비유동자산	285.0	292.3	304.3	328.5	359.8
장기금융자산	31.5	9.2	7.2	7.2	7.2
유형자산	246.3	275.6	289.5	313.6	344.9
무형자산	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9
자산총계	681.3	682.8	715.1	748.9	795.3
유동부채	209.1	166.0	184.1	191.8	215.6
단기금융부채	92.8	58.9	71.8	71.8	71.8
매입채무 및 기타채무	94.4	96.9	101.8	109.5	133.3
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	41.4	70.9	68.3	68.3	68.3
장기금융부채	11.9	43.3	41.6	41.6	41.6
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	252.3	260.0	283.8
지배주주지분	421.2	436.4	453.9	480.0	502.5
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	382.1	408.2	430.7
비지배주주지분	9.5	9.4	8.9	8.9	8.9
자본총계	430.7	445.8	462.8	488.9	511.5
부채외자본총계	681.3	682.8	715.1	748.9	795.3

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	67.4	56.4	70.6	41.5	12.7
당기순이익(손실)	56.3	26.6	35.6	33.1	29.5
비현금성항목등	36.0	26.0	19.9	20.5	20.5
유형자산감가상각비	13.9	15.4	15.6	15.6	15.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(22.1)	(10.6)	(4.3)	(4.8)	(4.8)
운전자본감소(증가)	(19.7)	25.1	14.2	(12.1)	(37.3)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(19.1)	13.3	12.6	(12.8)	(39.4)
재고자산감소(증가)	8.2	9.9	2.2	(6.2)	(19.2)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(4.3)	6.9	6.1	6.9	21.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	17.9	8.5	2.0	2.0	2.0
투자활동현금흐름	(18.3)	(29.4)	(29.8)	(39.8)	(47.0)
금융자산감소(증가)	(0.5)	18.1	3.7	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(17.9)	(47.5)	(33.2)	(39.8)	(47.0)
무형자산감소(증가)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.0	(0.3)	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(26.6)	(11.3)	(1.0)	(7.0)	(7.0)
단기금융부채증가(감소)	(23.6)	(44.4)	12.9	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	13.9	7.0	7.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.6	15.5	35.5	(9.9)	(45.6)
기초현금	9.2	31.7	47.2	82.7	72.8
기말현금	31.7	47.2	82.7	72.8	27.2
FCF	69.0	(1.8)	37.9	(0.0)	(35.4)

자료 : 국도화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,011.9	952.6	983.4	994.5	1,174.1
매출원가	873.3	851.9	873.0	884.3	1,056.6
매출총이익	138.6	100.8	110.4	110.2	117.4
매출총이익률 (%)	13.7	10.6	11.2	11.1	10.0
판매비와관리비	60.6	63.8	63.0	63.7	75.2
영업이익	78.0	37.0	47.4	46.5	42.2
영업이익률 (%)	7.7	3.9	4.8	4.7	3.6
비영업손익	(3.8)	(1.9)	(2.6)	(3.8)	(4.1)
순금융비용	3.2	3.9	1.5	0.6	0.3
외환관련손익	(2.8)	(0.7)	0.4	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	74.2	35.1	44.8	42.7	38.1
세전계속사업이익률 (%)	7.3	3.7	4.6	4.3	3.2
계속사업법인세	17.9	8.5	9.2	9.6	8.6
계속사업이익	56.3	26.6	35.6	33.1	29.5
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	35.6	33.1	29.5
순이익률 (%)	5.6	2.8	3.6	3.3	2.5
지배주주	55.9	26.1	34.6	32.1	28.6
지배주주귀속 순이익률(%)	5.5	2.7	3.5	3.2	2.4
비지배주주	0.4	0.5	1.0	1.0	0.9
총포괄이익	57.6	24.0	30.9	33.1	29.5
지배주주	57.0	23.9	30.5	32.1	28.6
비지배주주	0.6	0.1	0.4	1.0	0.9
EBITDA	91.9	52.4	63.1	62.2	57.9

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	35	(5.9)	3.2	1.1	18.1
영업이익	147.1	(52.6)	28.2	(1.9)	(9.2)
세전계속사업이익	155.1	(52.7)	27.8	(4.7)	(10.7)
EBITDA	105.7	(43.0)	20.5	(1.5)	(6.9)
EPS(계속사업)	175.2	(53.3)	32.7	(7.3)	(10.7)
수익성 (%)					
ROE	14.1	6.1	7.8	6.9	5.8
ROA	8.5	3.9	5.1	4.5	3.8
EBITDA마진	9.1	5.5	6.4	6.3	4.9
안정성 (%)					
유동비율	189.5	235.3	223.2	219.3	202.0
부채비율	58.2	53.1	54.5	53.2	55.5
순차입금/자기자본	4.6	7.7	3.5	5.3	14.0
EBITDA/이자비용(배)	23.9	(8.8)	4.3	(0.3)	(1.5)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,618	4,490	5,958	5,522	4,929
BPS	77,227	79,523	82,365	86,858	90,739
CFPS	12,578	7,468	9,166	8,896	8,328
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.2	12.2	8.8	9.5	10.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.7	7.4	5.7	5.9	6.3
EV/EBITDA(최고)	4.0	6.8	5.1	6.0	5.3
EV/EBITDA(최저)					