

# 국도화학(007690/KS)

## 기대에 부합한 호실적

**매수(유지)**

**T.P 100,000 원(유지)**

### Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

### Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,492 억원
주요주주	
뉴서울화공(외2)	22.90%
신일본제철화학	22.38%
외국인지분률	34.00%
배당수익률	1.70%

### Stock Data

주가(16/01/30)	60,100 원
KOSPI	1912.06 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	84,000 원
52주 최저가	45,850 원
60일 평균 거래대금	13 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.4%	4.2%
6개월	-28.5%	-23.8%
12개월	39.8%	42.6%

4 분기 영업이익은 158 억원으로 추정치에 부합하였으며, 1 분기 역시 이와 유사한 실적이 예상됨. 에폭시 spread 가 지속적으로 양호하게 유지 중임. 중소형 최선호주로서 지속 제 시 중인데, ① 16 년 추정치 대비 7.3x 에 불과함 PER 은 valuation merit 를 크게 높이는 요인이고, ② 익산 설비 추가증설에 따른 추정치 추가상향 여지 있으며, ③ 지난 해 DPS 1,000 원 → 1,500 원 증대된 만큼 배당 기대감도 차후 높일 수 있기 때문임

### 4Q15 영업이익 158 억원(QoQ -26.9% / YoY +94.7%)

SK 증권 리서치센터 추정치 150 억원을 5.2% 소폭 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적이었음. 전분기대비로는 비수기 영향 26.9% 하락했지만, 전년동기대비로는 2 배 가까이 증대하며 높아진 기초체력을 다시 한 번 입증하였음. 비수기임에도 불구하고 전체적인 에폭시 spread 는 양호하게 유지되고 있다는 부분이 크게 작용하였음.

### 1Q16 영업이익 151 억원(QoQ -4.5% / YoY -13.4%) 추정

1 분기 실적 또한 양호한 수준이 이어질 것으로 판단함. 여전히 동절기 비수기 요인이 있지만 에폭시는 downstream 아이템인 만큼 저유가 상황에서 수혜가 여전히 있기 때문임. 연간 영업이익은 653 억원으로 추정됨. 전년동기대비로는 16.2% 하락한 실적이지만 영업이익률은 7.6%로서 전년과 다르지 않은 양호한 수준 이어질 것임.

### 목표주가 100,000 원 / 화학 내 중소형 최선호주 의견 유지함

추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가/투자의견 그대로 유지함. 투자매력은 여전히 높기 때문에 화학 내 중소형 최선호주 의견 역시 유지함. 투자포인트는 3 가지로 볼 수 있음. ① 무엇보다 valuation 임. 연간 600~700 억원의 영업이익 유지가 가능하고 부채비율 또한 50~60% 수준인 순현금 기업에게 3,500 억원의 시가총액은 매수 매력을 크게 부각시키는 수준임. SK 증권 리서치센터의 16 년 추정치 대비 PER 은 7.3x 에 불과함. ② 2010 년 이후 동사의 실적강세 기조를 견인한 물량증대 기대감도 여전히 있을 것임. 익산 설비 6 만톤/년에 증설 준비 중이며, 완공이 가시화될 시 추정치 상향의 여력도 충분함. ③ 배당이 주당 1,000 원에서 1,500 원으로 증대되었음. 차후 이익 증대여력도 있는 만큼 배당에 대한 기대감도 가질 수 있음 역시 감안해야 함

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	911.9	978.0	1,011.8	864.4	845.8	817.9
yoy	%	8.4	7.2	3.5	(14.6)	(2.1)	(3.3)
영업이익	십억원	40.6	31.5	77.9	65.3	61.8	61.4
yoy	%	0.0	(22.2)	147.1	(16.2)	(5.5)	(0.6)
EBITDA	십억원	52.0	44.7	91.8	79.4	75.8	75.4
세전이익	십억원	40.8	29.1	75.0	61.1	57.7	57.6
순이익(지배주주)	십억원	31.0	20.3	56.2	47.0	44.4	44.2
영업이익률%	%	4.4	3.2	7.7	7.6	7.3	7.5
EBITDA%	%	5.7	4.6	9.1	9.2	9.0	9.2
순이익률	%	4.5	3.0	7.4	7.1	6.8	7.0
EPS	원	5,335	3,495	9,664	8,084	7,636	7,611
PER	배	10.4	11.8	6.1	7.3	7.8	7.8
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.6	6.2	4.0	3.6	3.3	4.6
ROE	%	9.1	5.6	14.2	10.7	9.3	8.6
순차입금	십억원	23	38	21	(58)	(98)	(141)
부채비율	%	62.8	68.2	65.2	55.7	51.4	47.5

## 4Q15 실적 review

(단위: % 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	245.4	244.7	270.2	258.2	238.7	(2.7)	(7.6)	256.7	254.2	(6.1)
영업이익	8.1	17.4	23.2	21.6	15.8	94.5	(27.0)	15.3	15.0	5.2
세전이익	7.6	16.6	22.9	19.7	16.0	111.1	(18.9)	15.9	14.8	7.9
지배순이익	5.5	12.1	16.6	15.2	12.3	123.1	(19.1)	11.5	11.4	7.9
영업이익률	3.3	7.1	8.6	8.4	6.6	3.3	(1.8)	6.0	5.9	0.7
세전이익률	3.1	6.8	8.5	7.6	6.7	3.6	(0.9)	6.2	5.8	0.9
지배주주순이익률	2.2	4.9	6.2	5.9	5.1	2.9	(0.7)	4.5	4.5	0.7

자료: SK 증권 Fnguide

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	1,027.3	864.4	845.8	1,011.8	864.4	845.8	-1.5%	0.0%	0.0%
YoY %	5.0%	-15.9%	-2.1%	3.5%	-14.6%	-2.1%			
영업이익	77.2	65.3	61.8	77.9	65.3	61.8	1.0%	0.0%	0.0%
YoY %	144.6%	-15.3%	-5.5%	147.1%	-16.2%	-5.5%			
EBITDA	91.1	79.4	75.8	91.8	79.4	75.8	0.9%	0.0%	0.0%
YoY %	103.8%	-12.9%	-4.5%	105.6%	-13.6%	-4.5%			
순이익	55.3	47.0	44.4	56.2	47.0	44.4	1.6%	0.0%	0.0%
YoY %	172.1%	-15.0%	-5.5%	176.5%	-16.3%	-5.5%			

자료: 국토화학 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	254.2	235.6	222.0	211.4	238.7	235.6	222.0	211.4	-6.1%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	3.6%	-3.7%	-17.8%	-18.1%	-2.7%	-3.7%	-17.8%	-18.1%				
QoQ %	-1.6%	-7.3%	-5.8%	-4.8%	-7.6%	-1.3%	-5.8%	-4.8%				
영업이익	15.0	15.1	19.5	16.9	15.8	15.1	19.5	16.9	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	84.8%	-13.4%	-15.8%	-21.8%	94.5%	-13.4%	-15.8%	-21.8%				
QoQ %	-30.6%	0.5%	29.8%	-13.6%	-27.0%	-4.5%	29.8%	-13.6%				
EBITDA	18.5	18.6	23.0	20.4	19.3	18.6	23.0	20.4	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	-12.9%	-10.9%	-13.5%	-18.7%	-9.2%	-10.9%	-13.5%	-18.7%				
QoQ %	-26.3%	0.4%	24.2%	-11.5%	-23.2%	-3.7%	24.2%	-11.5%				
순이익	11.4	10.7	14.2	12.2	12.3	10.7	14.2	12.2	7.9%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY %	106.8%	-11.2%	-14.7%	-19.7%	123.1%	-11.2%	-14.7%	-19.7%				
QoQ %	-25.0%	-5.6%	32.3%	-14.2%	-19.1%	-12.5%	32.3%	-14.2%				

자료: 국토화학 SK 증권

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
ROE(지배주주지분)	9.2%	ROE(지배주주지분)	5.6%	10.3%	8.9%	8.3%	7.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	9.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.31						
4Q15E BPS(지배주주지분)	83,777						
Target Price	98,548						

자료: 국도화학 SK 증권

참고: 거래대금 부족을 감안하여 10%의 discount 를 적용한 추가임

## PER sensitivity analysis

	2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
EPS(지배주주지분)	3,495	8,084	7,636	7,611	7,471
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,838				
1Q16E EPS	8,084				
1Q17E EPS	7,636				

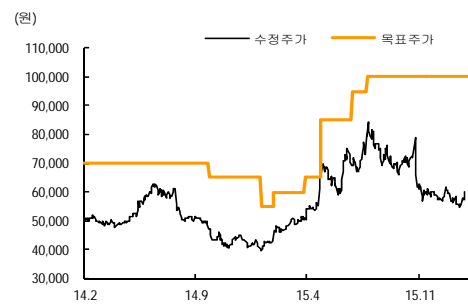
Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	78,383	82,302	86,221	90,140	94,059	97,979	101,898	105,817	109,736	113,655
TP by 4Q15E EPS	80,836	84,878	88,920	92,962	97,003	101,045	105,087	109,129	113,171	117,212
TP by 4Q16E EPS	76,361	80,179	83,997	87,816	91,634	95,452	99,270	103,088	106,906	110,724

자료: 국도화학 SK 증권

## 투자의견변경

일시      투자의견      목표주가

2016.01.30	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
2015.01.06	매수	55,000원
2014.11.02	매수	65,000원
2014.09.29	매수	65,000원
2014.07.27	매수	70,000원



## 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 기관투자가 또는 제 3자에게 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 1월 30일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	372.6	408.5	433.0	472.7	511.6
현금및현금성자산	9.6	50.5	129.7	170.0	212.8
매출채권및기타채권	174.9	201.8	164.9	164.5	161.9
재고자산	102.2	89.7	73.4	73.2	72.0
<b>비유동자산</b>	264.9	298.3	297.2	295.9	294.1
장기금융자산	22.7	46.2	46.2	46.2	46.2
유형자산	234.9	244.8	243.7	242.3	240.6
무형자산	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>자산총계</b>	637.4	706.8	730.2	768.6	805.7
<b>유동부채</b>	184.3	237.0	219.2	219.0	217.7
단기금융부채	76.2	118.6	118.6	118.6	118.6
매입채무 및 기타채무	100.4	97.9	80.1	79.9	78.6
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	74.1	41.9	41.9	41.9	41.9
장기금융부채	46.4	12.3	12.3	12.3	12.3
장기매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	258.4	278.9	261.1	260.9	259.6
<b>지배주주지분</b>	370.0	418.2	459.4	497.9	536.3
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	337.6	378.7	417.3	455.7
비지배주주지분	9.0	9.8	9.8	9.8	9.8
<b>자본총계</b>	379.1	428.0	469.1	507.7	546.1
<b>부채외자본총계</b>	637.4	706.8	730.2	768.6	805.7

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	15.9	76.5	119.3	79.2	81.4
당기순이익(손실)	20.9	56.5	47.0	44.4	44.2
비현금성항목등	25.4	36.4	34.4	34.4	34.4
유형자산감가상각비	13.1	13.9	14.0	14.0	14.0
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(12.3)	(22.5)	(20.4)	(20.4)	(20.4)
운전자본감소(증가)	(21.8)	(11.8)	37.9	0.4	2.7
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(11.0)	(26.0)	36.6	0.4	2.6
재고자산감소(증가)	(7.0)	12.5	16.3	0.2	1.2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1.8	0.4	(15.0)	(0.2)	(1.1)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	8.2	19.4	18.2	18.2	18.2
<b>투자활동현금흐름</b>	(34.6)	(22.1)	(13.0)	(12.7)	(12.3)
금융자산감소(증가)	(15.1)	(6.7)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(20.1)	(15.5)	(13.0)	(12.7)	(12.3)
무형자산감소(증가)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동현금흐름</b>	16.6	(7.9)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
단기금융부채증가(감소)	13.3	2.6	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	9.3	1.2	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	5.9	11.8	5.8	5.8	5.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(2.0)	41.3	79.2	40.3	42.8
기초현금	11.2	9.2	50.5	129.7	170.0
기말현금	9.2	50.5	129.7	170.0	212.8
FCF	(1.0)	70.4	88.2	49.2	51.6

자료 : 국도화학, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	978.0	1,011.8	864.4	845.8	817.9
<b>매출원가</b>	892.1	874.9	747.2	733.3	707.4
<b>매출총이익</b>	85.8	136.9	117.2	112.5	110.5
매출총이익률 (%)	8.8	13.5	13.6	13.3	13.5
<b>판매비와관리비</b>	54.3	59.0	51.9	50.7	49.1
영업이익	31.5	77.9	65.3	61.8	61.4
영업이익률 (%)	3.2	7.7	7.6	7.3	7.5
비영업손익	(2.5)	(2.9)	(4.2)	(4.0)	(3.8)
<b>순금융비용</b>	3.0	3.7	0.4	0.6	0.8
외환관련손익	(1.1)	(2.5)	0.0	0.0	0.0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.1	75.0	61.1	57.7	57.6
세전계속사업이익률 (%)	3.0	7.4	7.1	6.8	7.0
계속사업법인세	8.2	18.5	14.2	13.4	13.3
<b>계속사업이익</b>	20.9	56.5	47.0	44.4	44.2
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	56.5	47.0	44.4	44.2
<b>순이익률 (%)</b>	2.1	5.6	5.4	5.2	5.4
지배주주	20.3	56.2	47.0	44.4	44.2
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.1	5.5	5.4	5.2	5.4
비지배주주	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	22.3	60.6	47.0	44.4	44.2
<b>지배주주</b>	21.5	59.8	47.0	44.4	44.2
<b>비지배주주</b>	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
EBITDA	44.7	91.8	79.4	75.8	75.4

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.2	3.5	(14.6)	(2.1)	(3.3)
영업이익	(22.2)	147.1	(16.2)	(5.5)	(0.6)
세전계속사업이익	(28.6)	157.9	(18.5)	(5.5)	(0.3)
EBITDA	(14.1)	105.6	(13.6)	(4.5)	(0.5)
EPS(계속사업)	(34.5)	176.5	(16.3)	(5.5)	(0.3)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.6	14.2	10.7	9.3	8.6
ROA	3.4	8.4	6.5	5.9	5.6
EBITDA마진	4.6	9.1	9.2	9.0	9.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	202.2	172.4	197.5	215.8	235.0
부채비율	68.2	65.2	55.7	51.4	47.5
순차입금/자기자본	10.0	5.0	(12.3)	(19.3)	(25.8)
EBITDA/이자비용(배)	(3.2)	23.4	(2.9)	(1.0)	(0.1)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,495	9,664	8,084	7,636	7,611
BPS	68,093	76,693	83,777	90,413	97,024
CFPS	6,166	12,493	11,055	10,583	10,534
주당 현금배당금	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.8	6.1	7.3	7.8	7.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.7	5.4	5.6	5.6
EV/EBITDA(최고)	6.2	4.0	3.6	3.3	4.6
EV/EBITDA(최저)	5.4	6.9	6.7	5.8	4.7