

# 국도화학(007690/KS)

## 1Q16 review: 호실적 지속

**매수(유지)**

**T.P 100,000 원(유지)**

### Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

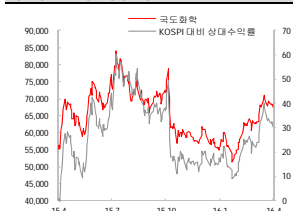
### Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	581 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,922 억원
주요주주	
뉴서울화학(외2)	22.90%
Nippon Steel Chemical Co.,Ltd	22.38%
외국인지분률	36.00%
배당수익률	2.20%

### Stock Data

주가(16/04/22)	67,500 원
KOSPI	2015.49 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	84,000 원
52주 최저가	51,400 원
60일 평균 거래대금	14 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.5%	6.5%
6개월	-6.0%	-5.6%
12개월	22.5%	30.3%

1 분기 영업이익은 167 억원으로 추정치와 크게 다르지 않은 수준이었음. 예폭시 설비 증설과 판매량 증대로 인해 실적강세가 이어지고 있다는 것은 긍정적임. 2 분기 영업이익 역시 181 억원으로 추정되어 merit 가 높음. 동사의 투자매력은 ① downstream 업종으로서 저유가 수혜주, ② 지속 증설을 통한 글로벌 메이저 등극, ③ 안정적 재무구조를 꼽을 수 있음. 주가가 연초대비 30% 이상 상승했지만 여전히 valuation merit 는 높음

### 1Q16 영업이익 167 억원(QoQ +5.8% / YoY -3.9%)

SK 증권 리서치센터 추정치 175 억원을 -4.9% 소폭 하회하는, 사실상 기대에 부합하는 실적이었음. 전분기와 전년동기대비로는 큰 변화가 없는 안정적인 실적 수준으로 평가됨. 익산공장 6 만톤/년 증설 공사가 마무리 됨과 동시에 판매물량이 증대된 것이 호실적의 주요 배경으로 평가됨.

### 2Q16 영업이익 181 억원(QoQ +8.5% / YoY -22.1%) 추정

2 분기 영업이익 또한 전분기대비 증대추세를 이어갈 것으로 판단함. 기본적으로 2 분기는 동사의 최대 성수기임과 동시에 물량증대 효과가 지속적으로 반영될 것이기 때문임. 동사의 투자매력은 ① 저유가 상황에서 spread 를 확대할 수 있는 downstream 제품 예폭시가 주력 아이টে이고, ② 지속적인 증설을 통해 다른 메이저 업체들이 주춤한 사이 글로벌 예폭시 메이저로 부각되었으며, ③ 50% 수준에 불과한 부채비율과 연내 진입이 예상되는 순현금 구조는 글로벌 매크로 이슈가 부각될 수 있는 상황에서 안정성 프리미엄을 받을 수 있기 때문임.

### 목표주가 100,000 원 / 중소형 최선호주 의견 유지

연초 이후 동사의 주가는 바닥 대비 40% 가까운 상승률을 기록했다. 지난 해 말과 도하하게 하락한 주가에 대한 정상화 작업임과 동시에, 지속적으로 안정적 실적을 창출해주는 것이 매력적임. 흑역 상승률이 높았기 때문에 추가 상승에 대한 부담을 가질 수도 있지만, 이미 연간 500 억원의 순이익 창출이 지난 해부터 현실화되어 있고, 증설을 통해 추가 증익을 노리는 기업의 시가총액이 4 천억원에도 못 미친다는 것은 valuation premium 이 충분함을 의미함.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	911.9	978.0	1,011.9	829.5	652.4	670.8
yoy	%	8.4	7.2	3.5	(18.0)	(21.3)	2.8
영업이익	십억원	40.6	31.5	78.0	67.6	69.3	68.6
yoy	%	0.0	(22.2)	147.1	(13.4)	2.5	(1.0)
EBITDA	십억원	52.0	44.7	91.9	123.2	124.9	124.2
세전이익	십억원	40.8	29.1	74.2	64.8	66.0	65.7
순이익(지배주주)	십억원	31.0	20.3	55.9	50.0	51.1	50.9
영업이익률%	%	4.4	3.2	7.7	8.1	10.6	10.2
EBITDA%	%	5.7	4.6	9.1	14.9	19.1	18.5
순이익률	%	4.5	3.0	7.3	7.8	10.1	9.8
EPS	원	5,335	3,495	9,618	8,601	8,794	8,752
PER	배	10.4	11.8	6.2	7.4	7.2	7.2
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.6	6.2	4.0	1.8	1.1	3.0
ROE	%	9.1	5.6	14.1	11.2	10.3	9.3
순차입금	십억원	23	38	20	(140)	(236)	(328)
부채비율	%	62.8	68.2	58.2	45.3	40.8	37.3

## 1Q16 실적 review

(단위: % 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	244.7	270.2	258.2	238.7	240.8	(1.6)	0.9	236.2	234.7	2.6
영업이익	17.4	23.2	21.6	15.8	16.7	(4.2)	5.5	17.1	17.5	(4.9)
세전이익	16.6	22.9	19.7	15.1	16.6	0.5	10.0	16.1	16.2	2.7
지배순이익	12.1	16.6	15.2	12.0	12.7	5.3	6.0	11.8	12.4	2.2
영업이익률	7.1	8.6	8.4	6.6	6.9	(0.2)	0.3	7.2	7.5	(0.5)
세전이익률	6.8	8.5	7.6	6.3	6.9	0.1	0.6	6.8	6.9	0.0
지배주주순이익률	4.9	6.2	5.9	5.0	5.3	0.3	0.3	5.0	5.3	(0.0)

자료: SK 증권 Fnguide

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

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	9.4%	14.1%	10.2%	10.4%	8.2%	7.3%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	9.4%				
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.35					
1Q17E BPS(지배주주지분)	87,856					
Target Price	106,358					

자료: 국도화학, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	9,618	8,363	9,492	8,229	7,831
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,509				
1Q17E EPS	8,363				
1Q18E EPS	9,492				

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	85,087	89,341	93,595	97,850	102,104	106,358	110,613	114,867	119,121	123,376
TP by 4Q16E EPS	83,629	87,811	91,992	96,174	100,355	104,537	108,718	112,900	117,081	121,263
TP by 4Q17E EPS	94,921	99,667	104,413	109,159	113,905	118,651	123,397	128,143	132,889	137,635

자료: 국도화학, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	1,011.8	808.2	652.4	1,011.9	829.5	652.4	0.0%	2.6%	0.0%
YoY %	3.5%	-20.1%	-19.3%	3.5%	-18.0%	-21.3%			
영업이익	78.0	72.6	71.8	78.0	67.6	69.3	0.0%	-7.0%	-3.5%
YoY %	147.1%	-6.9%	-1.1%	147.1%	-13.4%	2.5%			
EBITDA	91.9	86.7	85.9	91.9	123.2	124.9	0.0%	42.2%	45.5%
YoY %	105.6%	-5.7%	-0.9%	105.7%	34.1%	1.4%			
순이익	56.2	51.9	51.5	55.9	50.0	51.1	-0.5%	-3.7%	-0.8%
YoY %	176.6%	-7.6%	-0.7%	175.2%	-10.6%	2.2%			

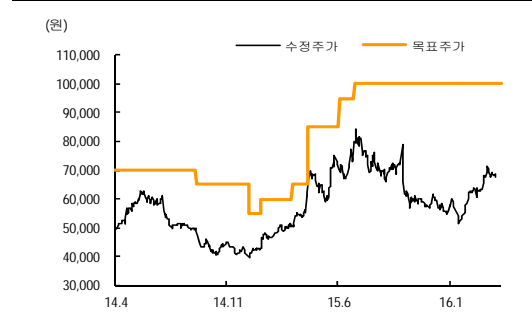
자료: 국도화학 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	234.7	232.6	189.2	151.8	240.8	238.7	194.1	155.8	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
YoY %	-4.1%	-13.9%	-26.7%	-36.4%	-1.6%	-11.7%	-24.8%	-34.8%				
QoQ %	-1.7%	-0.9%	-18.7%	-19.8%	0.9%	-0.9%	-18.7%	-19.8%				
영업이익	17.5	19.9	20.3	15.0	16.7	18.1	18.9	13.9	-4.9%	-9.0%	-6.6%	-7.3%
YoY %	0.7%	-14.4%	-6.1%	-5.2%	-4.2%	-22.1%	-12.2%	-12.1%				
QoQ %	11.0%	13.4%	2.1%	-26.2%	5.5%	8.5%	4.8%	-26.7%				
EBITDA	21.0	23.4	23.8	18.5	30.6	32.0	32.9	27.8	45.4%	36.9%	38.2%	50.4%
YoY %	0.9%	-12.3%	-5.2%	-4.2%	46.7%	20.1%	30.9%	-6.4%				
QoQ %	9.0%	11.2%	1.8%	-22.3%	2.9%	4.6%	2.7%	-15.4%				
순이익	12.4	14.3	14.6	10.6	12.7	13.2	14.0	10.1	2.2%	-7.2%	-4.6%	-4.7%
YoY %	3.0%	-14.3%	-3.6%	-14.0%	5.3%	-20.5%	-8.0%	-16.1%				
QoQ %	1.4%	14.6%	2.5%	-27.7%	6.0%	4.0%	5.5%	-27.8%				

자료: 국도화학 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.01.06	매수	55,000원
	2014.11.02	매수	65,000원



### 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 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 4월 25일 기준)

매수	96.6%	중립	3.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

월 결산(십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>유동자산</b>	372.6	396.2	452.8	546.2	640.3
현금및현금성자산	9.6	32.2	192.4	288.1	380.1
매출채권및기타채권	174.9	193.8	125.9	124.4	125.8
재고자산	102.2	94.0	61.3	60.6	61.3
<b>비유동자산</b>	264.9	285.0	246.0	203.4	161.1
장기금융자산	22.7	31.5	31.5	31.5	31.5
유형자산	234.9	246.3	207.3	164.6	122.4
무형자산	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>자산총계</b>	637.4	681.3	698.8	749.6	801.4
<b>유동부채</b>	184.3	209.1	176.3	175.6	176.2
단기금융부채	76.2	92.8	92.8	92.8	92.8
매입채무 및 기타채무	100.4	94.4	61.6	60.9	61.5
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	74.1	41.4	41.4	41.4	41.4
장기금융부채	46.4	11.9	11.9	11.9	11.9
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	250.6	217.8	217.0	217.7
<b>지배주주지분</b>	370.0	421.2	471.6	523.1	574.3
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	343.1	393.5	444.9	496.2
비지배주주지분	9.0	9.5	9.5	9.5	9.5
<b>자본총계</b>	379.1	430.7	481.1	532.5	583.8
<b>부채외자본총계</b>	637.4	681.3	698.8	749.6	801.4

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업활동현금흐름</b>	15.9	67.4	193.3	122.9	119.6
당기순이익(손실)	20.9	56.3	50.3	51.5	51.2
비현금성항목등	25.4	35.8	69.8	69.8	69.8
유형자산감가상각비	13.1	13.9	55.7	55.7	55.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(12.3)	(21.9)	(14.2)	(14.2)	(14.2)
운전자본감소(증가)	(21.8)	(19.6)	73.2	1.6	(1.5)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(11.0)	(19.1)	67.6	1.5	(1.4)
재고자산감소(증가)	(7.0)	8.2	32.7	0.7	(0.7)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1.8	(4.3)	(27.1)	(0.6)	0.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	8.2	17.9	12.2	12.2	12.2
<b>투자활동현금흐름</b>	(34.6)	(18.3)	(16.6)	(13.0)	(13.4)
금융자산감소(증가)	(15.1)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(20.1)	(17.9)	(16.6)	(13.0)	(13.4)
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	(26.6)	0.0	0.0	0.0
단기금융부채증가(감소)	13.3	(23.6)	0.0	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	9.3	2.9	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	5.9	6.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(2.0)	22.6	160.7	95.7	92.0
기초현금	11.2	9.2	32.2	192.4	288.1
기말현금	9.2	31.7	192.4	288.1	380.1
FCF	(1.0)	69.0	162.4	98.2	94.3

자료 : 국도화학, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	978.0	1,011.9	829.5	652.4	670.8
<b>매출원가</b>	892.1	873.3	706.4	539.5	557.4
<b>매출총이익</b>	85.8	138.6	123.0	112.9	113.5
매출총이익률 (%)	8.8	13.7	14.8	17.3	16.9
<b>판매비와관리비</b>	54.3	60.6	55.5	43.6	44.9
영업이익	31.5	78.0	67.6	69.3	68.6
영업이익률 (%)	3.2	7.7	8.1	10.6	10.2
비영업손익	(2.5)	(3.8)	(2.8)	(3.3)	(2.9)
<b>순금융비용</b>	3.0	3.2	0.5	1.0	1.4
외환관련손익	(1.1)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.1	74.2	64.8	66.0	65.7
세전계속사업이익률 (%)	3.0	7.3	7.8	10.1	9.8
계속사업법인세	8.2	17.9	14.4	14.5	14.4
<b>계속사업이익</b>	20.9	56.3	50.3	51.5	51.2
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	56.3	50.3	51.5	51.2
<b>순이익률 (%)</b>	2.1	5.6	6.1	7.9	7.6
지배주주	20.3	55.9	50.0	51.1	50.9
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.1	5.5	6.0	7.8	7.6
비지배주주	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>총포괄이익</b>	22.3	57.6	50.3	51.5	51.2
<b>지배주주</b>	21.5	57.0	50.0	51.1	50.9
<b>비지배주주</b>	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
EBITDA	44.7	91.9	123.2	124.9	124.2

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.2	3.5	(18.0)	(21.3)	2.8
영업이익	(22.2)	147.1	(13.4)	2.5	(1.0)
세전계속사업이익	(28.6)	155.1	(12.7)	1.9	(0.5)
EBITDA	(14.1)	105.7	34.1	1.4	(0.5)
EPS(계속사업)	(34.5)	175.2	(10.6)	2.2	(0.5)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.6	14.1	11.2	10.3	9.3
ROA	3.4	8.5	7.3	7.1	6.6
EBITDA마진	4.6	9.1	14.9	19.1	18.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	202.2	189.5	256.8	311.1	363.3
부채비율	68.2	58.2	45.3	40.8	37.3
순차입금/자기자본	10.0	4.6	(29.2)	(44.3)	(56.2)
EBITDA/이자비용(배)	(3.2)	23.9	7.9	0.3	(0.1)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,495	9,618	8,601	8,794	8,752
BPS	68,093	77,227	85,891	94,749	103,565
CFPS	6,166	12,578	18,619	18,878	18,786
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.8	6.2	7.4	7.2	7.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.7	3.4	3.4	3.4
EV/EBITDA(최고)	6.2	4.0	1.8	1.1	3.0
EV/EBITDA(최저)	5.4	6.9	6.7	5.8	4.7