

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	3,155 억원
주요주주	
신도케미칼(외2)	23.27%
신일본제철화학	22.38%
외국인지분률	36.20%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(17/01/26)	54,300 원
KOSPI	2066.94 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	71,100 원
52주 최저가	51,400 원
60일 평균 거래대금	5 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.2%	-5.7%
6개월	-9.8%	-12.2%
12개월	-6.4%	-14.2%

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

4Q16 review: 공급과잉의 압박 지속

4Q16 영업이익은 50 억원으로 추정치 하회하였음. 영업이익률이 2.2%에 불과할 정도로 약세 시황이 지속되고 있음. 원인은 경쟁사의 물량 확대에 따른 공급과잉과 원재료 가격 상승에 따른 마진 압박임. 동 요인은 1Q17 에도 지속되면서 성수기 진입 불구 전년동기대비 -54% 하락한 77 억원을 시현할 것으로 추정함. 이익추정치 하향을 반영해 목표주가 역시 7 만원으로 하향하지만, 동사의 체력 감안 시 주가 추가 하락 여지는 제한적임

4Q16 영업이익 50 억원(QoQ +17.4% / YoY -68.6%)

SK 증권 리서치센터 추정치 76 억원을 -35.1% 하회하였음. 영업이익률이 2.2% 밖에 안 될 정도로 부진한 실적임. 3분기(42 억원) 이후 실적 약세가 지속되는 원인은 공급과잉에 있음. 2015년까지 Dow chemical 의 염소사업부 정리 및 저유가 영향으로 spread 확대 효과가 나면서 주력 사업인 에폭시 시황이 강세를 보였지만, 2016 년은 Olin 의 공격적인 영업과 유가 반등에 따른 마진 압박으로 실적이 약세 전환하였음. 2015 년 영업이익은 780 억원에 달했지만 2016 년은 370 억원으로서 전년대비 절반 수준에 불과했음

1Q17 영업이익 77 억원(QoQ +55.3% / YoY -54.0%) 추정

1 분기 영업이익은 계절적 성수기 감안할 때 전분기대비 증익이 있을 것으로 판단함. 다만 전년동기대비로는 여전히 약세 시황 이어질 개연성 높음. 화학 시황 강세가 이어지면서 원재료 BPA 와 ECH 가격 강세가 이어지는 것도 단기적으로는 압박 요인이 될 것임

목표주가 80,000 원 → 70,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

저유가의 수혜와 공격적인 증설에 따른 물량 증대효과가 나타난 2015 년~2016 년 상반기까지의 강세는 일단락 된 것으로 판단함. 단기적으로는 이익 강세를 견인할 요인은 찾기 쉽지 않음. 2017 년 영업이익 추정치를 기존대비 -27.7% 하향 조정하며 이를 반영하여 목표주가 역시 하향함. 다만 안정된 재무구조와 글로벌 에폭시 메이저 업체로서의 위상, 확대된 물량 등을 감안한다면 현 주가에서 추가 하락 여지는 낮은 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	911.9	978.0	1,011.9	955.7	840.9	1,066.5
yoy	%	8.4	7.2	3.5	(5.6)	(12.0)	26.8
영업이익	십억원	40.6	31.5	78.0	37.0	41.0	53.9
yoy	%	0.0	(22.2)	147.1	(52.6)	10.8	31.5
EBITDA	십억원	52.0	44.7	91.9	52.3	56.3	69.2
세전이익	십억원	40.8	29.1	74.2	34.6	36.7	48.5
순이익(지배주주)	십억원	31.0	20.3	55.9	24.8	27.6	36.5
영업이익률%	%	4.4	3.2	7.7	3.9	4.9	5.1
EBITDA%	%	5.7	4.6	9.1	5.5	6.7	6.5
순이익률	%	4.5	3.0	7.3	3.6	4.4	4.5
EPS	원	5,335	3,495	9,618	4,276	4,758	6,277
PER	배	10.4	11.8	6.2	13.2	11.9	9.0
PBR	배	0.9	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	6.6	6.2	4.0	7.2	5.9	4.7
ROE	%	9.1	5.6	14.1	5.9	6.4	8.0
순차입금	십억원	23	38	20	50	4	34
부채비율	%	62.8	68.2	58.2	58.6	52.6	54.3

4Q16 review

(단위: % 십억원)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	238.7	240.8	261.8	228.4	224.7	(5.9)	(1.6)	216.3	234.3	(4.1)
영업이익	15.8	16.7	11.1	4.2	5.0	(68.6)	17.4	14.1	7.6	(35.1)
세전이익	15.1	16.6	10.5	3.5	4.1	(73.1)	16.9	12.1	6.6	(38.1)
지배순이익	12.0	12.2	7.6	2.0	3.1	(74.5)	53.5	10.4	5.0	(38.7)
영업이익률	6.6	6.9	4.2	1.8	2.2	(44)	0.4	6.5	3.3	(1.1)
세전이익률	6.3	6.9	4.0	1.5	1.8	(4.5)	0.3	5.6	2.8	(1.0)
지배주순이익률	5.0	5.1	2.9	0.9	1.4	(3.7)	0.5	4.8	2.1	(0.8)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
ROE(지배주주지분)	7.0%	14.1%	6.2%	7.7%	8.3%	7.2%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.0%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.91					
4Q17E BPS(지배주주지분)	80,481					
Target Price	73,536					

자료: 국도화학, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
EPS(지배주주지분)	9,618	4,758	6,277	7,196	6,650
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	5,739				
4Q17E EPS	4,758				
4Q18E EPS	6,277				

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	45,909	51,647	57,386	63,124	68,863	74,602	80,340	86,079	91,817	97,556
TP by 4Q17E EPS	38,063	42,821	47,579	52,337	57,095	61,853	66,610	71,368	76,126	80,884
TP by 4Q18E EPS	50,219	56,496	62,774	69,051	75,328	81,606	87,883	94,160	100,438	106,715

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	980.0	832.5	1,011.9	955.7	840.9	0.0%	-2.5%	1.0%
YoY %	3.5%	-3.2%	-15.1%	3.5%	-5.6%	-12.0%			
영업이익	78.0	44.9	56.7	78.0	37.0	41.0	0.0%	-17.6%	-27.7%
YoY %	147.1%	-42.4%	26.3%	147.1%	-52.6%	10.8%			
EBITDA	91.9	60.2	72.1	91.9	52.3	56.3	0.0%	-13.2%	-21.9%
YoY %	105.7%	-34.5%	19.7%	105.7%	-43.1%	7.7%			
순이익	55.9	31.1	40.0	55.9	24.8	27.6	0.0%	-20.2%	-30.8%
YoY %	175.2%	-44.3%	28.3%	175.2%	-55.5%	11.3%			

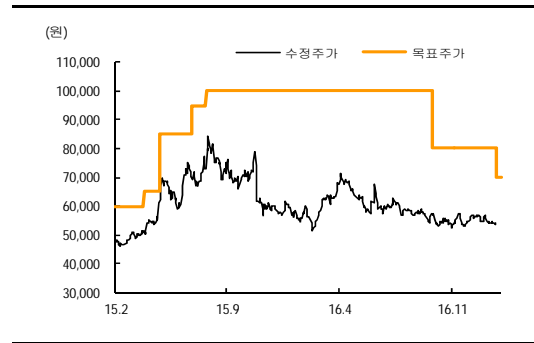
자료: 국도화학 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E
매출액	234.3	233.5	217.0	200.3	224.7	249.3	210.3	195.3	-4.1%	6.8%	-3.1%	-2.5%
YoY %	-1.9%	-3.0%	-17.1%	-17.6%	-5.9%	3.5%	-19.7%	-14.5%				
QoQ %	-3.7%	-0.3%	-7.1%	-7.7%	-1.6%	10.9%	-15.7%	-7.1%				
영업이익	7.6	13.0	16.8	14.8	5.0	7.7	14.7	11.7	-35.1%	-40.8%	-12.0%	-20.6%
YoY %	-51.7%	-22.2%	50.8%	56.8%	-68.6%	-54.0%	32.7%	178.4%				
QoQ %	-19.2%	70.3%	28.9%	-11.7%	17.4%	55.3%	91.6%	-20.3%				
EBITDA	11.5	16.8	20.6	18.6	8.8	11.5	18.6	15.6	-23.5%	-31.6%	-9.9%	-16.5%
YoY %	-61.4%	-17.8%	37.7%	40.3%	-70.5%	-43.8%	24.1%	93.6%				
QoQ %	-13.6%	46.7%	22.3%	-9.5%	9.1%	31.2%	61.2%	-16.1%				
순이익	5.0	9.0	11.9	10.5	3.1	4.8	10.3	8.1	-38.7%	-46.1%	-13.7%	-22.9%
YoY %	-58.4%	-26.2%	56.3%	65.4%	-74.5%	-60.2%	35.0%	306.6%				
QoQ %	-21.5%	79.7%	32.8%	-11.7%	53.5%	57.9%	112.8%	-21.2%				

자료: 국도화학 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.03.29	매수	65,000원



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 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 (2017년 1월 31일 기준)

매수	95.36%	중립	4.64%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	372.6	396.2	409.8	408.5	449.1
현금및현금성자산	9.6	32.2	64.9	110.8	80.2
매출채권및기타채권	174.9	193.8	181.6	150.1	197.6
재고자산	102.2	94.0	83.8	69.4	91.2
비유동자산	264.9	285.0	274.4	280.1	291.5
장기금융자산	22.7	31.5	13.5	13.5	13.5
유형자산	234.9	246.3	253.3	259.0	270.4
무형자산	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
자산총계	637.4	681.3	684.2	688.6	740.6
유동부채	184.3	209.1	183.5	168.1	191.3
단기금융부채	76.2	92.8	84.3	84.3	84.3
매입채무 및 기타채무	100.4	94.4	89.1	73.8	96.9
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	74.1	41.4	69.2	69.2	69.2
장기금융부채	46.4	11.9	42.1	42.1	42.1
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	252.7	237.3	260.5
지배주주지분	370.0	421.2	422.7	442.5	471.3
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	350.6	370.4	399.3
비지배주주지분	9.0	9.5	8.8	8.8	8.8
자본총계	379.1	430.7	431.5	451.3	480.1
부채외자본총계	637.4	681.3	684.2	688.6	740.6

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	15.9	67.4	44.2	84.3	12.3
당기순이익(손실)	20.9	56.3	25.3	28.5	37.6
비현금성항목등	25.4	35.8	27.2	23.5	23.5
유형자산감가상각비	13.1	13.9	15.3	15.3	15.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(12.3)	(21.9)	(12.0)	(8.2)	(8.2)
운전자본감소(증가)	(21.8)	(19.6)	12.9	32.4	(48.8)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(11.0)	(19.1)	13.2	31.3	(47.1)
재고자산감소(증가)	(7.0)	8.2	10.1	14.5	(21.8)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1.8	(4.3)	(0.4)	(13.4)	20.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	8.2	17.9	9.9	5.7	5.7
투자활동현금흐름	(34.6)	(18.3)	(14.9)	(21.0)	(26.7)
금융자산감소(증가)	(15.1)	(0.5)	13.1	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(20.1)	(17.9)	(27.8)	(21.0)	(26.7)
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)	6.8	(8.7)	(8.7)
단기금융부채증가(감소)	13.3	(23.6)	(12.5)	0.0	0.0
장기금융부채증가(감소)	9.3	2.9	36.9	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	33.1	46.0	(30.6)
기초현금	11.2	9.2	31.7	64.9	110.8
기말현금	9.2	31.7	64.9	110.8	80.2
FCF	(1.0)	69.0	6.4	58.0	(17.7)

자료 : 국도화학 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	978.0	1,011.9	955.7	840.9	1,066.5
매출원가	892.1	873.3	856.6	746.2	944.5
매출총이익	85.8	138.6	99.0	94.7	122.0
매출총이익률 (%)	8.8	13.7	10.4	11.3	11.4
판매비와관리비	54.3	60.6	62.0	53.7	68.1
영업이익	31.5	78.0	37.0	41.0	53.9
영업이익률 (%)	3.2	7.7	3.9	4.9	5.1
비영업손익	(2.5)	(3.8)	(2.3)	(4.2)	(5.4)
순금융비용	3.0	3.2	3.4	1.8	0.6
외환관련손익	(1.1)	(2.8)	(0.4)	0.0	0.0
관계기업투자등 관련손익	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.1	74.2	34.6	36.7	48.5
세전계속사업이익률 (%)	3.0	7.3	3.6	4.4	4.5
계속사업법인세	8.2	17.9	9.3	8.3	10.9
계속사업이익	20.9	56.3	25.3	28.5	37.6
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	25.3	28.5	37.6
순이익률 (%)	2.1	5.6	2.6	3.4	3.5
지배주주	20.3	55.9	24.8	27.6	36.5
지배주주귀속 순이익률(%)	2.1	5.5	2.6	3.3	3.4
비지배주주	0.6	0.4	0.5	0.8	1.1
총포괄이익	22.3	57.6	18.4	28.5	37.6
지배주주	21.5	57.0	18.8	27.6	36.5
비지배주주	0.8	0.6	(0.4)	0.8	1.1
EBITDA	44.7	91.9	52.3	56.3	69.2

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.2	3.5	(5.6)	(12.0)	26.8
영업이익	(22.2)	147.1	(52.6)	10.8	31.5
세전계속사업이익	(28.6)	155.1	(53.3)	6.1	31.9
EBITDA	(14.1)	105.7	(43.1)	7.7	23.0
EPS(계속사업)	(34.5)	175.2	(55.5)	11.3	31.9
수익성 (%)					
ROE	5.6	14.1	5.9	6.4	8.0
ROA	3.4	8.5	3.7	4.1	5.3
EBITDA마진	4.6	9.1	5.5	6.7	6.5
안정성 (%)					
유동비율	202.2	189.5	223.3	243.0	234.8
부채비율	68.2	58.2	58.6	52.6	54.3
순차입금/자기자본	10.0	4.6	11.5	0.8	7.1
EBITDA/이자비용(배)	(3.2)	23.9	(7.8)	1.3	3.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,495	9,618	4,276	4,758	6,277
BPS	68,093	77,227	77,079	80,481	85,448
CFPS	6,166	12,578	7,268	8,097	9,820
주당 현금배당금	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.8	6.2	13.2	11.9	9.0
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	6.7	4.7	7.8	7.0	5.8
EV/EBITDA(최고)	6.2	4.0	7.2	5.9	4.7
EV/EBITDA(최저)	5.4	6.9	6.7	5.8	4.7