



국도화학 (007690)

풍력과 수소를 동시에

Not Rated

현재 주가(9/8): 82,300원

Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

동사는 세계 Epoxy 2위(MS 20%) 업체이며, 매출비중은 95%에 달한다. Epoxy의 전통적인 전방은 조선/건설용 페인트인데, 최근 업체의 풍력 블레이드용 매출비중은 10~20%까지 확대되었다.

2Q21 영업이익 781억원 (QoQ +196% YoY +405%)

- 2Q 영업이익은 781억원을 기록했다. 원재료 BPA/ECH 상승에도, 에폭시 가격이 2,312\$/톤(20년) => 4,524\$/톤(2Q21)으로 상승했기 때문이다. 1) 미국 한파로 경쟁사(Olin/Hexion) 가동차질과 2) 건설/조선/풍력 수요 개선 덕분이다.
- 3Q/4Q 영업이익은 608억/647억원을 전망한다. 경쟁사 재가동 및 운임 상승에도, 7~8월 판가는 4,716\$/톤으로 높다. 2020년 11월부터 가동 중단된 중국 자회사의 단계적 재가동과 인도 신규 공장(2021)도 가동률 상승중이다.

Peak-Out? Olin은 2022년 증익을 전망

- 1위업체인 Olin(Epoxy M/S 22%)은 2Q21 실적발표에서: "2022년 에폭시 EBITDA 마진을 30%로 확대될 것"이라 전망했다. 조선/건설/풍력 등 전반적인 수요 호조를 근거로 제시했다.
*참고로 Olin의 1Q/2Q EBITDA 마진은 13%/22%로 국도화학(OPM 9%/18%)과 비슷한 흐름
- 시황: Olin은 시황 호조를 이유로 2021년까지 계약가격 동결을 발표했으며, 4위업체인 Hexion도 9/4일, 계약가격 인상을 발표했다. 현재 6,500\$/톤(YoY +135%)에서 +550\$/톤 추가 인상이다. 일본에서는 Mitsubishi가 8/30일부터 일부 공장의 가동차질로 에폭시 공급이 장기적으로 어려울 것이라 발표했다.
- 2021년 실적 전망: 2021년 매출액 1.6조원, 영업이익 2,299억, 순이익 1,684억원이 전망된다. 경쟁사들은 연말까지 판가 유지/인상할 계획이고, 동사의 자회사(중국/인도) 가동률 향상이 예상되기 때문이다.

Valuation: 조선/건설(페인트)에서 풍력으로 전방 변화

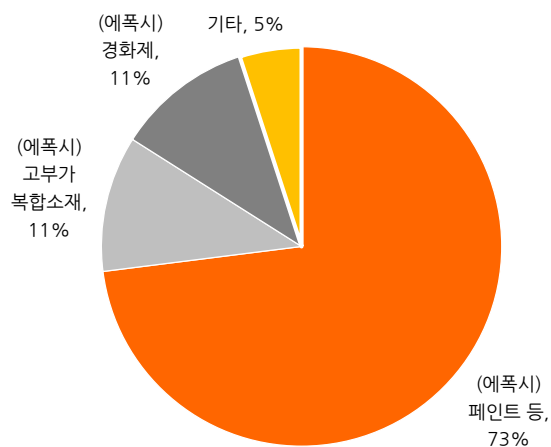
- 풍력 매출 확대:** 풍력-블레이드는 유리/탄소섬유와 Epoxy로 구성되며, 이 중 약 25%가 Epoxy이다. 가볍고, 길고, 구부러진 형태를 만들기 위해, 높은 강도와 성형/접착성을 가진 에폭시가 적합하기 때문이다. 동사는 현재 Vestas(덴), Siemens(독), Hexcel(미) 등 글로벌 풍력업체들에 에폭시를 공급하고 있으며, 동사 매출에서 5% 이하였던 풍력향 비중은 10% 수준까지 상승했다. Olin/Hexion의 풍력향 매출 비중은 20%에 달하고 있어, "풍력 성장률 x M/S 확대(10% => 20%)"로 빠른 매출 성장이 예상된다.
- 항공기 및 수소차 연료탱크도 탄소섬유와 Epoxy가 함칭되어 사용된다. 향후 항공/수소차용 매출도 늘어날 것이다.
- Valuation:** 기존 화학 Valuation(PER 6.6배)에 풍력 Valuation(PER 27.7배)을 10% 추가할 경우 적정주가는 12만원으로 산정 가능하다. 추가적인 Upside가 가능한 부분은 1) Olin의 가이던스처럼, 2022년 EPS가 증익이 될 수 있다는 점(그림기), 2) 풍력 M/S확대로 Valuation에서 풍력 부분 확대(20%), 3) 항공/수소차용 Valuation 적용 등이다.

에폭시 시장 소개

국도화학 매출비중은 95%는 에폭시(84%)와 경화제(에폭시 중간재, 11%)로 이루어져 있으며, 글로벌 에폭시 점유율은 20%로 2위에 해당된다.

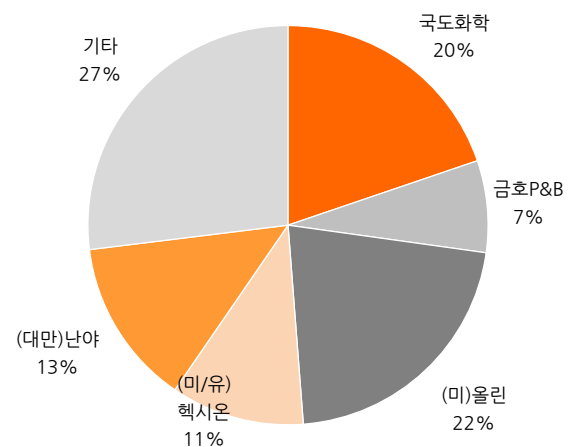
전통 전방 산업은 조선/건설산업의 페인트/접착제이며, 고급 전자제품의 접착제/코팅/PCB회로기판/반도체에도 사용된다. 최근 풍력 및 수소탱크에 대량 사용되기 시작했다.

[그림1] 국도화학 에폭시 매출비중: 95%(2020)



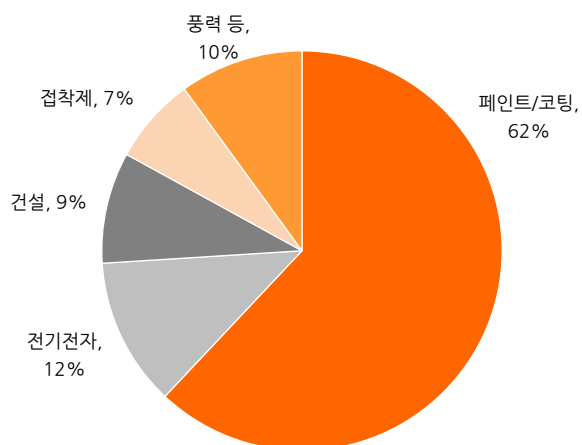
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] Global 에폭시 시장 점유율 2 위



자료: 한화투자증권 리서치센터

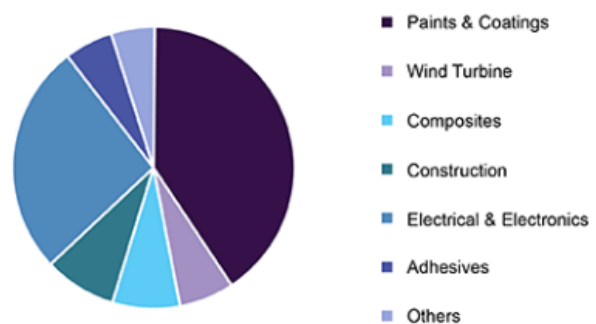
[그림3] 에폭시 전방산업: 국내 기준
(페인트/코팅 = 조선/건설/IT 등)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 에폭시 전방산업: Global
*풍력 시장 2017년(106GW) => 2021년(177GW)

Global epoxy resins market share, by end use, 2017 (%)



자료: 한화투자증권 리서치센터

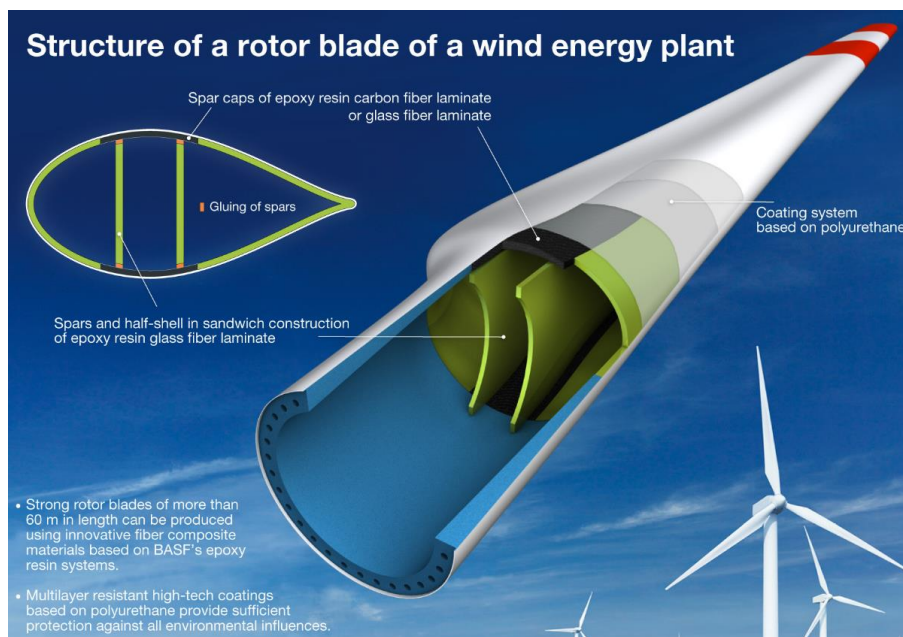
유상증자와 증설

동사는 9월 2일/8일, 유상/무상증자를 완료했으며, 944억원을 확보했다. 유상증자 사유는 생산능력 확충으로, 시장이 급격하게 확대될 때 소재 산업에서 나타나는 현상이다. 최근 조선/건설(페인트/접착) 호황에 더해 풍력 날개(Blade) 및 수소차 탱크용 수요가 늘어 급격한 증설을 진행한 것으로 판단된다.

증설 규모: 1) 국내 에폭시 경화제 +4만톤(2021년), 2) 중국 폴리올 20만톤(4Q21~1Q22), 3) 인도 에폭시 +6만톤(24년), 4) 중국 에폭시 +20만톤(25년)으로, 기존 생산능력 대비 약 60% 확대될 전망이다.

[그림5] 풍력 Blade 주요 소재로 유리/탄소섬유와 EPOXY 가 사용됨

* 그림의 녹색/청색 부분에 EPOXY 가 사용되며, 일반적으로 Wind Blade 의 25%에 해당됨. 탄소섬유에 에폭시를 함침(적시는)하는 방식



자료: 한화투자증권 리서치센터

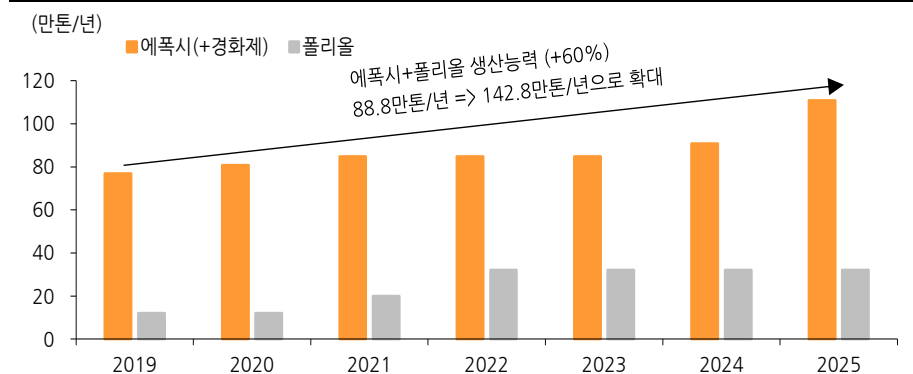
[그림6] 수소 탱크도

탄소섬유+에폭시 함침



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국도화학 제품 생산능력 (2019 => 25년까지 생산능력 +60%)



자료: 한화투자증권 리서치센터

원재료 BPA/ECH 강세에 대한 우려

BPA가 초-강세를 보이고 있다. BPA는 주로 Polycarbonate(PC)와 Epoxy의 중간재료로 사용되며, 비중은 대략 65%/25% 수준이다. ECH는 대부분 Epoxy로 가공된다.

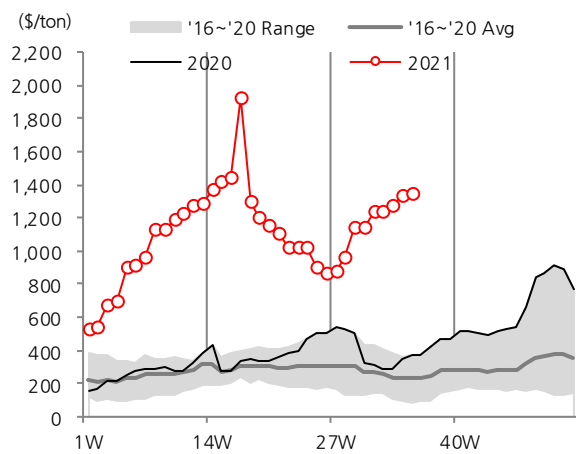
Epoxy는 BPA(0.72) +ECH(0.5)로 구성되는데, BPA와 ECH 상승을 걱정하기 보다는 애초에 원재료 강세인 이유가 Epoxy 때문이라는 것을 인식할 필요가 있다.

실제로, BPA Main 전방인 PC 가격은 상승하는 BPA를 전가하는 정도이고, Epoxy가 BPA 보다 더 높은 상승폭을 보이고 있다[그림 9].

* Epoxy 가동률 상승에 => BPA 수요가 증가했고 => BPA 가격 상승에 => PC가 Cost-Push 되며 전반적인 BPA 체인 강세가 나타나고 있는 것으로 해석된다.

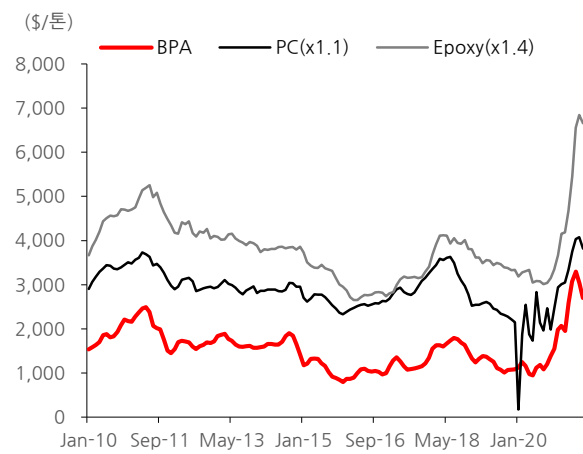
그 증거로 Epoxy 마진이 절대적으로/상대적으로 높은 수준이다.

[그림8] BPA 마진 추이(프로필렌/벤젠 차감)



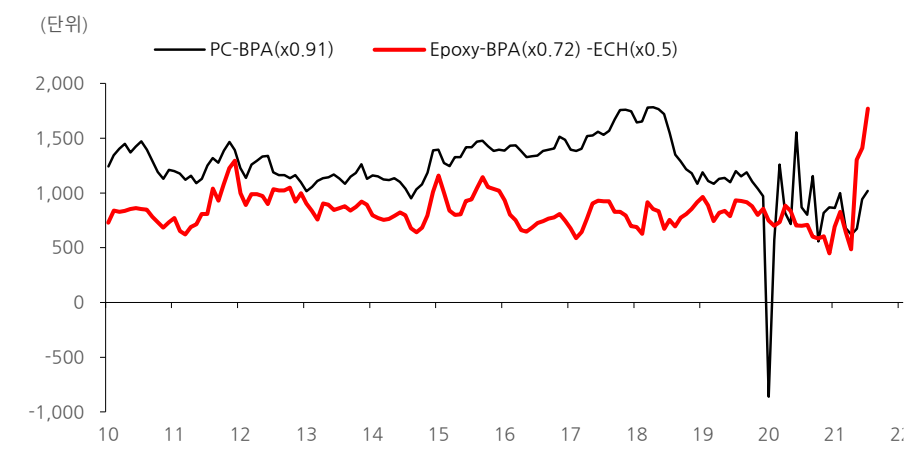
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중간재 BPA와 최종제품 Epoxy/PC 가격(BPA 1.0 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] PC 마진 vs Epoxy 마진



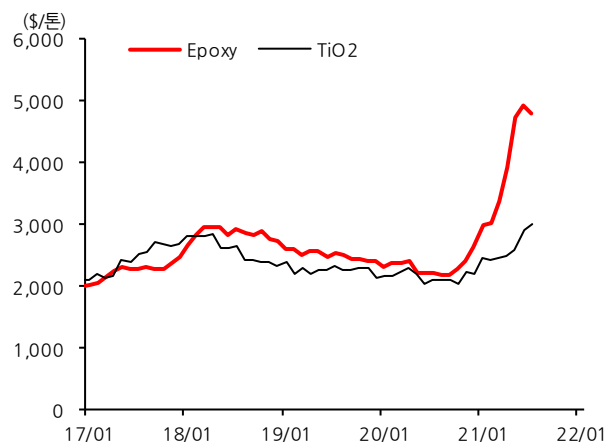
자료: 한화투자증권 리서치센터

2Q21 Olin 컨퍼런스콜 주요 내용 (2021.07.28.)

- 1) Epoxy EBITDA 마진을 2Q(22%) => 3Q/4Q 추가 상승 => 2022년 30% 이상 전망
- 2) 조선향 Epoxy Order 호조: 2021년 1~5월 = (2019년+2020년) x 2배. 이는 2022년, 2023년에 반영될 것
- 3) 2022년 Epoxy/ECH의 수요 증가율이 증설보다 많을 것으로 예상

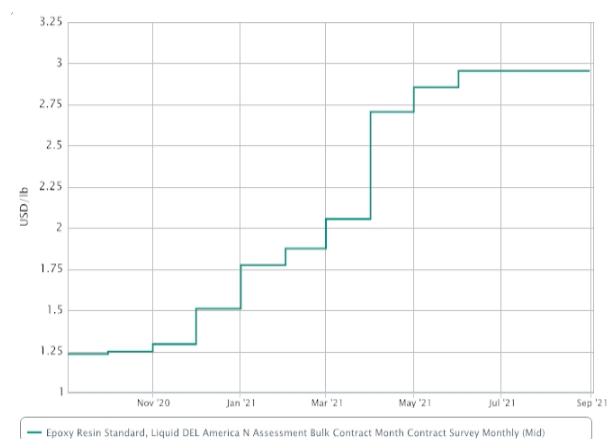
*Olin의 가이던스가 특히 높은 이유는: 1) Olin은 시황이 더 좋은 미국 business이고, 2) 상반기 공급 차질 발생했던 일부 설비가 재가동되는 점, 3) 수직계열화가 더 잘되어 있다는 점이다. 국도화학도 중국 자회사(쿤산)도 2020.11~2021.07까지 Shut-Down, 이후 8월부터 재가동 시작되었다. 큰 흐름에서는 유사한 시황/실적 추이를 기대해본다.

[그림11] EPOXY 수출가: 최근 페인트용 소재 Shortage 발생



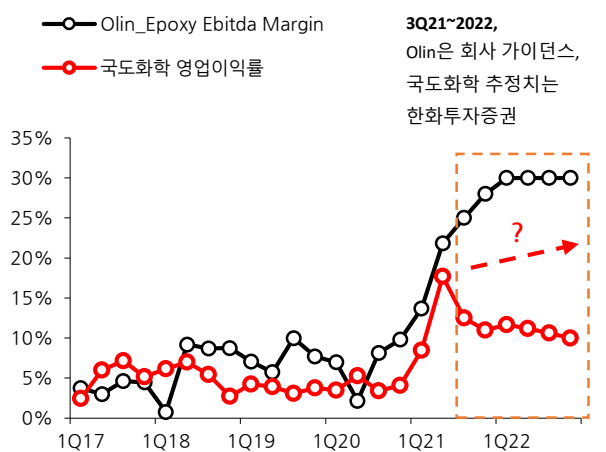
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 미국 EPOXY 가격, 2750\$/톤 => 6500\$/톤



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] Olin & 국도화학 마진 가이던스/추정치(보수적)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] Olin & 국도화학 주가
(Olin 은 Epoxy 매출비중 50%에 불과)



자료: 한화투자증권 리서치센터, Olin

Peak-Out 우려에 대한 대답 (9/8일 자료 발췌)

불황과 호황이 공존

HDPE/MEG/PP/SM 등 범용제품은 과거 5년밴드를 하회, LDPE/PVC/SBR/PET /Epoxy/BPA/Spandex 등 수많은 제품들은 5년밴드를 상회하는 기이한 모습이다.

수요가 좋지 않다면, 다 함께 불황이어야 한다. 수요는 좋다는 뜻이다.

▶ 증설이 많아서 불황이고, 증설이 없어서 호황이다.

범용 제품만 불황인 이유는 2Q21부터 증설이 너무 많아서다. 다만, 증설은 중국발로, 기술력 낮은 범용제품이 대부분이다. 제품별 차이는 있지만, 대부분 특수제품은 호황을 유지할 것이다.

▶ 운임이 불황과 호황을 나눴다.

최근 운임 상승으로, 아시아 => 미국/유럽 운임이 “50~70\$/톤 => 500~750\$/톤”으로 상승했는데, 운임을 지불할 경우, 1,000\$/톤짜리 플라스틱을 1,700\$/톤에 사게 된다.

사실 \$/톤이 아닌 원/g으로 환산하면 플라스틱은 엄청 싸다. 편하나 만드는데 필요한 플라스틱 가격은 5~10원에 불과하기 때문에, 가격이 2~3배씩 상승해도 최종 소비재의 원가에 큰 영향을 미치지 않는다는 것이다.

다만, 수입가격이 상승할 경우, 유럽/미국의 중소/노후화된 저용가동 설비들이 가동률을 상향하며 미국/유럽의 수입량을 줄이게 된다. 아시아 마진의 축소를 유발하게 된다.

수요 강세를 온전히 누릴 수 있는 제품은 어떤 제품일까? 대체 불가능한 제품들이다. 북미/유럽 Capa 비중이 낮은 제품들은 가동률 상향으로 인한 조달에 한계가 있어, 비싼 운임을 지불하고 아시아에서 구입 할 수 밖에 없다. [그림 15].

1) 비싼 제품은 운임 영향이 적다

1차원적으로, 1,000\$/톤 수준의 범용 제품(PE/PP/SM) 대비, 2~9,000\$/톤에 달하는 BPA/ABS/Spandex 같은 제품들은 운임이 500~700\$/톤 상승해도 크게 저항이 없다.

2) 유럽과 미국에 없는 제품은 강세가 지속될 것이다.

위에 서술한 것 처럼, 아시아 Capa 비중이 높아야 유리하다. 최근 미국 PP 가격 (3,033\$/톤)이 LDPE(1,978\$/톤)보다 1,000\$/톤 이상 높은데, 일반적으로 LDPE가 PP 보다 비싼 제품이기 때문에 정상은 아니다.

PP와 LDPE의 가장 큰 차이점은: PP는 대부분 아시아에서 공급된다는 점이다.

실제로 PP의 Capa 비중은 아시아 70%, 아메리카 14%, 유럽 12%이며, LDPE의 경우, 아시아 50%, 아메리카 23%, 유럽 22%이다. 자국 내 조달이 어렵기 때문에, 비싼 운임 비용을 지불하더라도 수입을 해야하는 것이다.

에폭시는 현재 가장 비싸고, 아시아에 67% 집중되어있어 대체 불가하다.

[그림15] NCC 마진 및 HDPE 마진 추이



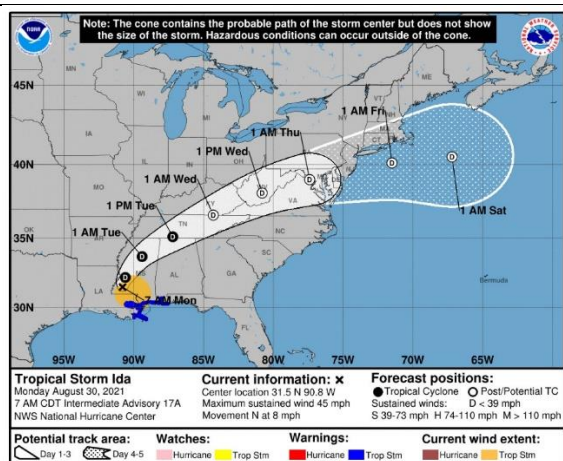
자료: 한화투자증권 리서치센터

미국 허리케인 영향으로 수요 추가 개선 (9/6일 자료 발췌)

8/29일, 미국 Louisiana에 4등급 허리케인이 상륙했다. 70명 사망, 100만(+) 가구 정전 되었는데, 특이점은 허리케인후반, 내륙(미-동부)에 폭우가 발생하며 New Jersey와 New York에서 사망자가 45명 발생했다는 점이였다.

영향(수요): 허리케인 IDA의 예상 피해규모는 109조원(역대 3위)으로, 2020년 Laura 대비 5배나 크다. 석유화학 단지를 강타한 후, 풍속 감소했던 Laura와는 다르게 루이지애나~캐나다(퀘벡)까지 피해가 발생했기 때문이다. 수많은 침수 건물/집/차량이 발생했으며, 이로 인한 건설용 석유화학(PVC/PP/EPOXY/TiO2 등)이 필요할 것이다. 특히 코팅/페인트 등에 사용되는 Epoxy/TiO2는 이미 1년째 수급이 매우 타이트한 상황으로 추가 강세도 가능해 보인다.

[그림16] 허리케인 IDA 경로 (8/29~9/4 일)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 차량 및 주거지역 침수 (건설/방수용 Epoxy 필요)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 허리케인 이후 침수된 미국 루이지애나 마을 (건설/방수용 Epoxy 필요)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 국도화학 실적 추이

운임 상승에 3Q 실적 소폭 감익, 4Q부터 중국 자회사 Full 가동에 재차 상승 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	281.5	292.0	285.0	274.2	310.9	441.0	475.5	465.4	1,132.7	1,692.8	1,555.2	1,748.9
영업이익	9.7	15.5	9.7	11.2	26.3	78.1	60.8	64.7	46.0	229.9	218.8	239.1
영업이익률(%)	3.5%	5.3%	3.4%	4.1%	8.5%	17.7%	12.8%	13.9%	4.1%	13.6%	14.1%	13.7%
QoQ(%)	-11.3%	58.5%	-37.5%	15.5%	136.1%	196.4%	-22.1%	6.3%				
YoY(%)	-21.6%	49.4%	15.8%	1.5%	170.2%	405.3%	529.8%	479.7%	9.3%	399.8%	-4.8%	9.2%
지배순이익	6.4	9.9	7.4	5.7	19.9	61.2	19.6	47.3	29.4	167.4	159.1	174.3
순이익률(%)	2.3%	3.4%	2.6%	2.1%	6.4%	13.9%	4.1%	10.2%	2.6%	9.9%	10.2%	10.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 국도화학 Valuation

(단위: 배, 십억원, 원)

PER 기준				
	PER	비중	Value	
Epoxy 사업 가치(기준)	6.6	0.9	743.3 십억원	롯데케미칼, 대한유화, 금호석유, 한화솔루션
Epoxy 사업 가치(풍력)	27.7	0.1	346.6 십억원	씨에스윈드, 씨에스베어링
국도화학 Value			1,090.0 십억원	
주식수(천주)			9,041 천주	9/8 일로 유상/무상증자 완료
적정주가			120,557 원	
현재주가(9/8 일)			82,300 원	
Upside			+46.5%	

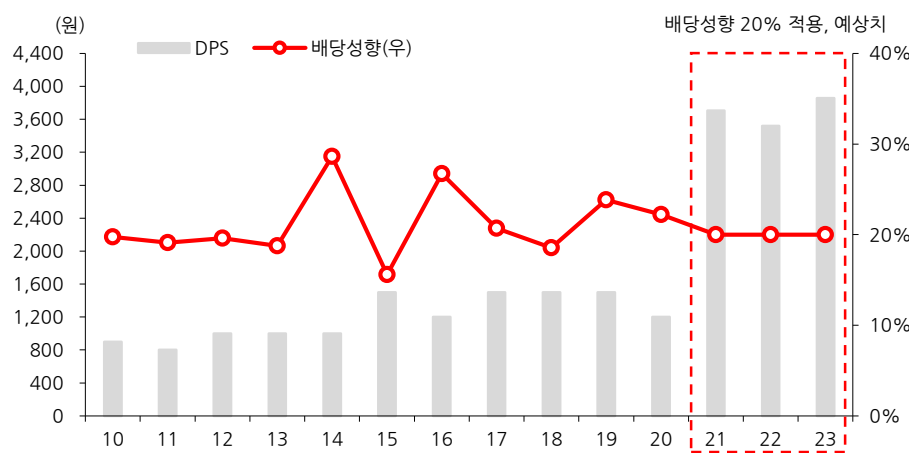
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 국도화학 12개월 선행 PBR 밴드



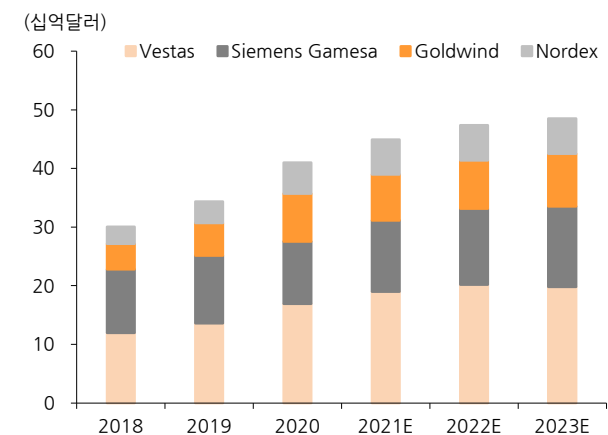
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 국도화학 배당 추이



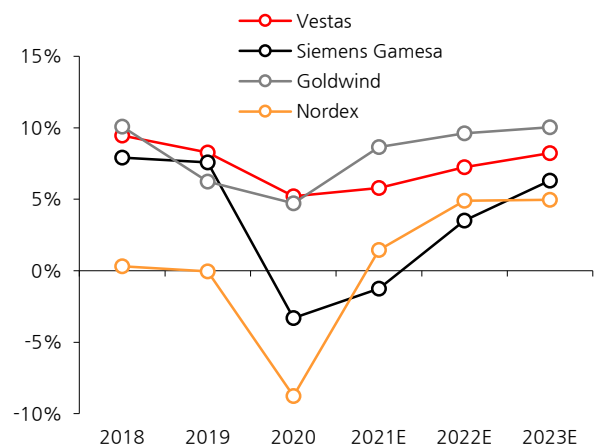
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림21] (참고용) 글로벌 풍력 업체들의 매출 추정치



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] (참고용) 글로벌 풍력 업체들의 영업이익률 추정치



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 9월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%