한화투자증권

2022년 02월 03일
기업 코멘트

국도화학 (007690)

시황은 여전히 강세

Not Rated

현재 주가(1/28): 53,800원

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 업계의 풍력 블레이드향 매출비중은 10~20%까지 확대되었다.

4Q21 영업이익 437억원. 견조한 실적 지속

- 4Q 영업이익은 437억원(QoQ -23%, YoY +292%)을 기록했다. QoQ 감익은: 일회성 비용(-120~-150억원 추정) 및 운송비/유틸리티 상승으로 추정된다. 일회성 비용 제거 시, 견조한 실적을 기록한 셈이다.
- 4Q 에폭시 수출가는 4,927$/톤으로 QoQ +4% 상승했으며, 주원재료(BPA↓/ECH↑) 가중평균 가격은 3,228$/톤으로 보합을 기록하며, Spot 마진은 12% 상승했다.
- 2021년 연간 영업/순이익은 2,047억/1,609억원으로 PER 3.0배를 달성했다.

2022년, Epoxy 가격 조정 시작되나, 마진 강세는 지속될 것

- 1월 시황: 주요 원재료인 BPA(9월 3,450$/톤 => 1월 2,217$/톤) 하락에도 견조했던 Epoxy 가격은 1월부터 소폭 조정 시작되었으나, 마진은 오히려 강세다 [그림. 1~3]. BPA 둔화는 자동차 생산량에 민감한 PC(Polycarbonate) 때문인데, 2H 자동차 생산량 회복될 경우, 원가(BPA)와 함께 Epoxy도 안정화 될 것으로 예상한다.
- 2022년 수요: Epoxy의 주요 전방은 "건설/인프라, 자동차, 풍력"으로 모두 2021년 대비 개선될 것으로 예상한다.
- 2022년 공급: 다만, 가동차질 겪었던 미국 Epoxy 설비들의 정상화 및 국도화학의 중국 자회사 재가동이 4Q21부터 일부 시작되고 있어 시황 변동에 주시할 필요가 있다.

해외 경쟁사 현황

- Olin(1위 업체)은 4Q21 실적발표에서: "1Q22 및 2022년 에폭시 마진은 확대될 것"이라 전망했다.

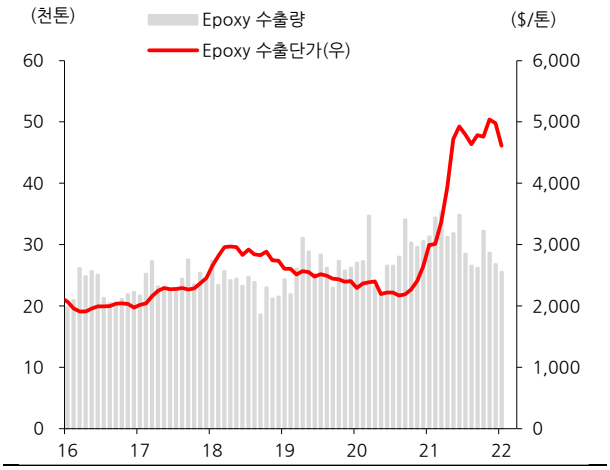
  *4Q21 EBITDA는 $193.4 Million으로, QoQ -18%, 마진율 24.3%를 기록

- Westlake Chemical(미국 ECC/PVC)은 Hexion(4위 업체)의 Epoxy(+Coating) 부문을 인수했다.

  *Epoxy 사업부의 4Q20~3Q21 매출액은 $1.5 Billion, 인수가격은 $1.2Billion(1.44조원)

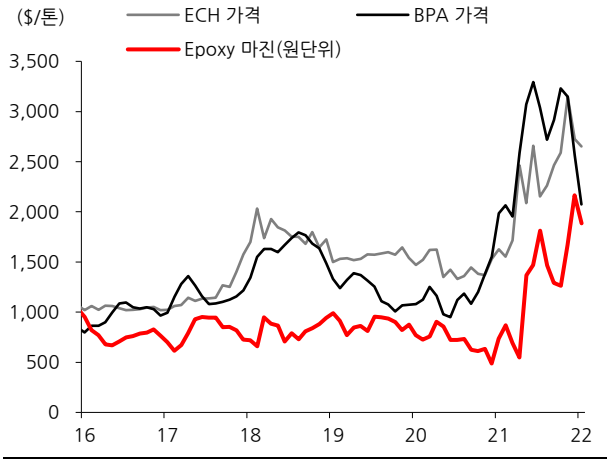
  *Westlake CEO는 인수 사유에 대해 "Epoxy를 활용한 경량화는 자동차/풍력에 필수적"이라 밝힘

[그림1] Epoxy 매출비중: 95%(2020)



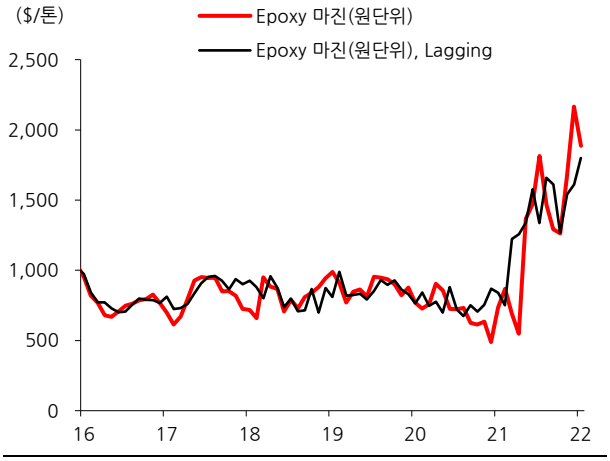
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] Spot 마진 및 원재료 가격 추이 (~2022 년 1 월)



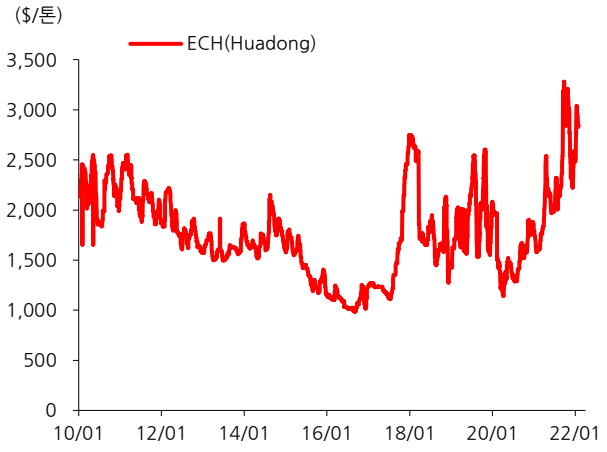
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] Lagging 마진: 견조



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] ECH 강세는 우려



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Hexion 의 Epoxy 사업부, 1.8 조원에 매각

Hexion's epoxy unit is going to Westlake Chemical

Westlake gets to diversify, while Hexion continues to slim down

by Alexander H. Tullo

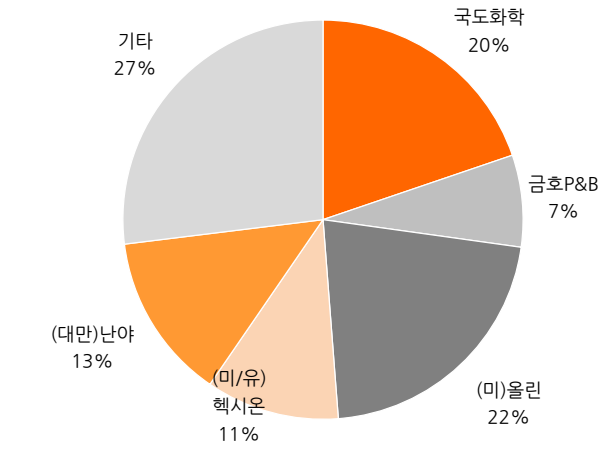
December 1, 2021 | A version of this story appeared in Volume 99, Issue 44

Credit: Shutterstock

Hexion calls itself is the largest producer of epoxies for windmill blades.

자료: 한화투자증권 리서치센터, C&EN

[그림6] Global 에폭시 시장 점유율 2 위



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] Epoxy 주요 전방 산업 (Olin): 전기차, 건설/인프라, 풍력

자료: 한화투자증권 리서치센터, Olin

[표1] 국도화학 실적 추이

2Q21 (+)Lagging 발생, 1Q22 (-)Lagging 발생,
2021 년, 인도 4 만톤 신규 가동 (1Q21 부터 저율 가동 시작)
4Q21 부터 중국 자회사(쿤샨)단계적 재가동,
2022 년 10 월, 한국 9 만톤 증설 가동

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	310.9	441.0	408.8	416.4	393.3	359.4	325.5	274.6	1,132.7	1,577.1	1,472.7	1,523.4
영업이익	26.3	78.1	56.1	43.7	44.9	49.2	37.9	32.2	46.0	204.7	164.2	196.9
영업이익률(%)	*8.5%*	*17.7%*	*13.7%*	*10.5%*	*11.4%*	*13.7%*	*11.6%*	*11.7%*	*4.1%*	*13.0%*	*11.1%*	*12.9%*
Epoxy $/톤 (가정)	*3,123*	*4,524*	*4,700*	*4,969*	*4,500*	*4,300*	*4,100*	*3,800*	*2,224*	*4,329*	*4,175*	*3,550*
지배순이익	19.9	61.2	43.6	36.8	32.4	35.7	27.2	22.9	29.4	161.5	118.1	142.7
순이익률(%)	*6.4%*	*13.9%*	*10.7%*	*8.8%*	*8.2%*	*9.9%*	*8.3%*	*8.4%*	*2.6%*	*10.2%*	*8.0%*	*9.4%*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2022 년 02 월 03 일)

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 3 자에게 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 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2021 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%