

**BUY**

목표주가(12M) 50,000원(상향)
현재주가(6.19) 34,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,797.33
52주 최고/최저(원)	56,500/34,500
시가총액(십억원)	314.5
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	9,010.6
60일 평균 거래량(천주)	13.3
60일 평균 거래대금(십억원)	0.5
외국인지분율(%)	18.32
주요주주 지분율(%)	
국도화학(주) 3인	30.04
NIPPON STEEL Chemical & Material Co., Ltd.	17.71

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,300.1	1,643.2
영업이익(십억원)	18.3	64.0
순이익(십억원)	3.8	41.4
EPS(원)	1,043	4,966
BPS(원)	99,310	103,219

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,601.8	1,311.8	1,313.6	1,374.8
영업이익	96.9	19.2	40.4	74.6
세전이익	97.7	9.3	32.9	68.9
순이익	74.3	7.7	25.7	53.8
EPS	8,248	855	2,852	5,976
증감율	(58.01)	(89.63)	233.57	109.54
PER	5.18	47.89	12.24	5.84
PBR	0.44	0.43	0.36	0.34
EV/EBITDA	4.94	11.57	7.08	4.91
ROE	9.03	0.92	3.05	6.17
BPS	96,721	96,273	98,014	102,879
DPS	1,400	1,200	1,200	1,200



Analyst 윤재성 jis.yoon@hanafn.com
RA 신용주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 06월 20일 | 기업분석_Earnings Preview

국도화학 (007690)**인도의 성장 엔진을 장차****2Q24 영업이익 컨센 대비 232% 상회 예상**

2Q24 영업이익은 103억원(QoQ +491%, YoY -20%)으로 전분기 대비 대폭 개선되며 컨센(31억원)을 232% 상회할 전망이다. 국내 본사와 해외 법인(중국/인도)의 동반 개선 덕이다. 본사는 고부가 가치의 제품 Mix 개선이 이뤄진다. 중국/인도는 가격 하락 일단락과 가동률 상향에 따라 적자폭 축소가 가능하다. 특히, 인도의 적자가 대폭 축소될 전망인데, 이는 인도 내 경쟁사들의 원재료(BPA) 조달 문제로 발생한 물량 공백을 메우는 과정에서 판매량 증가가 동반되기 때문이다.

2H24 영업이익 HoH +137% 증가 전망. 글로벌 에폭시 업황 개선 중

2024년 하반기 합산 영업이익은 284억원(HoH +137%, YoY 흑전)을 추정한다. OPM은 5%로 코로나 이전 평균 수준으로 회복될 전망이다. 하반기 글로벌 에폭시 가격 반등을 예상하기 때문이다. 1) 국내 본사 전체 판매량의 45% 이상을 차지하고 있는 미국/유럽은 Olin, Westlake 등을 중심으로 이미 6월부터 평균 132\$/톤의 판가 인상이 시작되었다. 2) 중국도 부동산 경기 부양책 효과가 발현되며 내수 가격이 5월부터 소폭 반등했다. 내부 수요 부진에 따라 출회되던 중국산 물량의 외부 유출이 축소되면 인도를 비롯한 아시아 가격 전반에도 긍정적인 영향이 예상된다. 3) 중국/인도 법인의 가동률 상향도 포착된다. 특히, 인도 법인은 올해 들어 매월 가동률이 상향되고 있는 것으로 파악된다.

인도 성장의 직접적인 수혜주

BUY를 유지하고, TP를 기존 4.7만원에서 5만원으로 상향한다. 2024~25년 실적 추정치 조정의 결과다. Target PBR은 0.5배를 적용했다. 이는 과거 평균 대비 할인된 수치이며, 향후 인도 성장의 수혜를 감안할 때 다소 보수적인 가정이다. 국도화학은 인도 성장의 직접적인 수혜주다. 현재 인도 에폭시 시장 내 점유율이 20~30%이며, 2025년 2배 이상의 증설이 예정되어 있기 때문이다. 인도의 주택건설/인프라 붐이 향후 2~3년 간 지속될 가능성이 높다는 점을 감안할 때, 에폭시 시장의 폭발적인 성장은 필연적이다. 인도의 인프라 확대는 산업화/도시화를 촉진시키고, 덩달아 증가하는 도시 근로자의 임금(약 10% 성장)은 주택 구매 수요 급증으로 이어지고 있다. 실제, FY24 인도의 총 주택 판매량은 YoY +30% 증가했고, 1Q24는 YoY +14% 증가했다. 이로 인해, 1Q24 인도 상위 8개 도시의 평균 주택가격은 YoY +10%, 특히 뭄바이는 YoY +20% 상승했다. 국도화학은 수요 급증에 대응하기 위해 인도 법인의 에폭시 규모를 현재 4만톤에서 2025년 10만톤으로 2.5배 확대할 계획이다. 신규 증설분 중 일부는 현 설비의 원재료로 일부 사용되며, 수익성이 높은 경화제 2만톤도 동시에 증설되어 2025년 인도 법인은 외형과 수익성이 동시에 개선될 전망이다. 최근 인도는 자국 에폭시 산업 육성을 위해 수입 물량에 대한 반덤핑 제소를 계획 중인 것으로 파악되는데, 이 또한 중국과의 경쟁강도 완화 관점에서 긍정적인 포인트다. 현 주가는 2024년 기준 PBR 0.35배로 2020년 초 코로나 당시와 유사하며, 역사적 최저점이다. 저점 매수를 권한다.

도표 1. 국도화학 2Q24 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q24F	1Q24	2Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	401.6	296.1	346.8	15.8	35.6	333.8	20.3
영업이익	10.3	1.7	12.8	-19.5	505.9	3.1	232.3
세전이익	8.0	0.2	9.8	-18.4	3,900.0	N/A	N/A
순이익	6.2	-0.9	4.2	47.6	흑전	1.2	416.7
영업이익률	2.6	0.6	3.7	-1.1	2.0	0.9	1.6
세전이익률	2.0	0.1	2.8	-0.8	1.9	N/A	N/A
순이익률	1.5	-0.3	1.2	0.3	1.8	0.4	1.2

자료: 하나증권

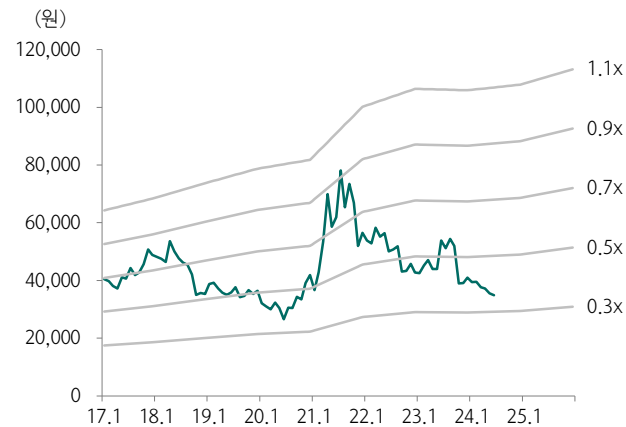
도표 2. 국도화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024F			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,313.6	1,196.3	9.8	1,374.8	1,556.7	-11.7
영업이익	40.4	13.2	206.1	74.6	61.9	20.5
세전이익	32.9	5.0	558.0	68.9	54.4	26.7
순이익	25.7	3.9	559.0	53.8	42.5	26.6
영업이익률	3.1	1.1	2.0	5.4	4.0	1.4
세전이익률	2.5	0.4	2.1	5.0	3.5	1.5
순이익률	2.0	0.3	1.6	3.9	2.7	1.2

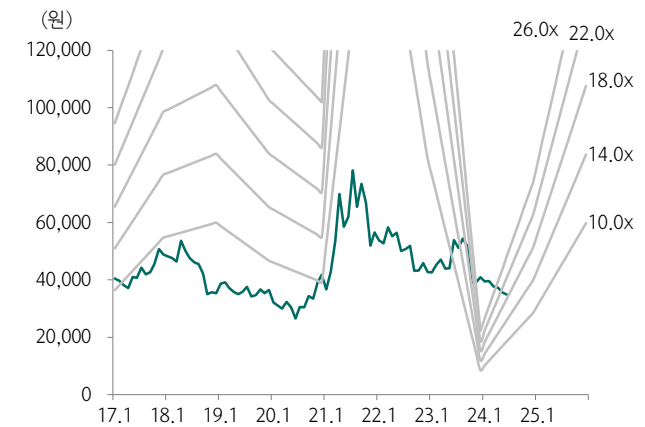
자료: 하나증권

도표 3. 국도화학 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 4. 국도화학 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

도표 5.국도화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	343.6	346.9	315.6	305.8	296.1	401.6	315.6	300.3	1,601.8	1,311.9	1,313.6	1,374.8
QoQ(%)	-3.7%	0.9%	-9.0%	-3.1%	-3.2%	35.6%	-21.4%	-4.8%				
YoY(%)	-17.5%	-21.4%	-18.4%	-14.3%	-13.8%	15.8%	0.0%	-1.8%	1.6%	-18.1%	0.1%	4.7%
영업이익	10.5	12.9	-2.2	-0.8	1.7	10.3	14.8	13.5	96.9	20.3	40.4	74.6
영업이익률(%)	3%	4%	-1%	0%	1%	3%	5%	5%	6%	2%	3%	5%
QoQ(%)	736.8%	22.8%	적전	적지	흑전	491.0%	44.6%	-8.7%				
YoY(%)	-70.6%	-72.5%	적전	적전	-83.4%	-20.2%	흑전	흑전	-52.6%	-79.1%	99.1%	84.8%
당기순이익	10.6	4.3	-3.7	-3.6	-1.0	6.3	10.1	9.5	73.5	7.5	25.0	52.4
당기순이익률(%)	3%	1%	-1%	-1%	0%	2%	3%	3%	5%	1%	2%	4%
QoQ(%)	흑전	-59.8%	적전	적지	적지	흑전	60.1%	-6.2%				
YoY(%)	-67.6%	-89.0%	적전	적지	적전	48.5%	흑전	흑전	-53.2%	-89.8%	233.7%	109.5%
지배순이익	10.6	4.2	-3.6	-3.6	-0.9	6.2	10.0	9.4	74.3	7.7	25.7	53.8

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,601.8	1,311.8	1,313.6	1,374.8	1,384.0
매출원가	1,321.8	1,136.9	1,128.8	1,135.2	1,131.9
매출총이익	280.0	174.9	184.8	239.6	252.1
판매비	183.0	155.8	144.5	165.0	166.1
영업이익	96.9	19.2	40.4	74.6	86.0
금융손익	(1.8)	(8.5)	(7.5)	(5.7)	(5.0)
종속/관계기업손익	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	(1.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	97.7	9.3	32.9	68.9	81.1
법인세	24.1	1.8	7.9	16.5	19.5
계속사업이익	73.5	7.5	25.0	52.4	61.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	73.5	7.5	25.0	52.4	61.6
비배주주지분 순이익	(0.8)	(0.2)	(0.7)	(1.5)	(1.7)
지배주주순이익	74.3	7.7	25.7	53.8	63.4
지배주주지분포괄이익	70.0	7.9	25.8	54.1	63.6
NOPAT	73.0	15.4	30.7	56.7	65.4
EBITDA	130.5	60.2	81.4	115.6	127.0
성장성(%)					
매출액증가율	1.57	(18.10)	0.14	4.66	0.67
NOPAT증가율	(52.23)	(78.90)	99.35	84.69	15.34
EBITDA증가율	(44.02)	(53.87)	35.22	42.01	9.86
영업이익증가율	(52.66)	(80.19)	110.42	84.65	15.28
(지배주주)순이익증가율	(52.89)	(89.64)	233.77	109.34	17.84
EPS증가율	(58.01)	(89.63)	233.57	109.54	17.67
수익성(%)					
매출총이익률	17.48	13.33	14.07	17.43	18.22
EBITDA이익률	8.15	4.59	6.20	8.41	9.18
영업이익률	6.05	1.46	3.08	5.43	6.21
계속사업이익률	4.59	0.57	1.90	3.81	4.45

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	8,248	855	2,852	5,976	7,032
BPS	96,721	96,273	98,014	102,879	108,800
CFPS	15,971	8,297	9,030	12,826	14,095
EBITDAPS	14,485	6,678	9,030	12,826	14,095
SPS	177,765	145,581	145,789	152,577	153,595
DPS	1,400	1,200	1,200	1,200	1,200
주기지표(배)					
PER	5.18	47.89	12.24	5.84	4.96
PBR	0.44	0.43	0.36	0.34	0.32
PCFR	2.68	4.94	3.86	2.72	2.48
EV/EBITDA	4.94	11.57	7.08	4.91	4.34
PSR	0.24	0.28	0.24	0.23	0.23
재무비율(%)					
ROE	9.03	0.92	3.05	6.17	6.88
ROA	5.10	0.51	1.71	3.57	4.11
ROIC	8.80	1.73	3.38	6.14	7.03
부채비율	74.68	78.22	73.02	68.43	63.54
순부채비율	28.73	37.16	29.00	26.82	23.81
이자보상배율(배)	9.07	1.03	2.13	4.19	4.83

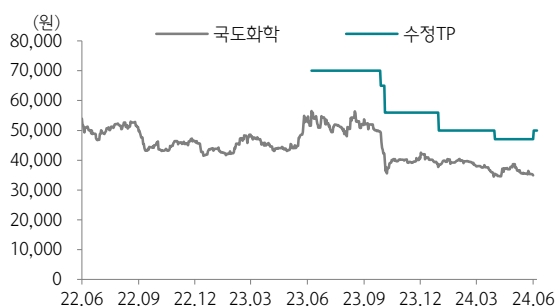
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	746.0	653.7	635.6	666.9	706.9
금융자산	147.9	147.8	160.7	168.2	183.2
현금성자산	29.4	44.7	57.5	65.1	80.1
매출채권	300.0	267.4	213.9	224.6	247.0
재고자산	272.5	213.4	234.7	246.5	248.9
기타유동자산	25.6	25.1	26.3	27.6	27.8
비유동자산	753.0	855.8	855.8	856.4	856.5
투자자산	47.0	115.8	115.8	116.3	116.3
금융자산	43.5	112.1	112.1	112.4	112.4
유형자산	636.7	651.3	654.2	656.9	659.3
무형자산	27.1	32.8	29.9	27.3	24.8
기타비유동자산	42.2	55.9	55.9	55.9	56.1
자산총계	1,499.1	1,509.6	1,491.5	1,523.2	1,563.4
유동부채	494.4	561.2	528.1	516.4	504.8
금융부채	270.8	383.5	331.7	331.8	331.8
매입채무	109.2	116.2	133.7	120.3	108.3
기타유동부채	114.4	61.5	62.7	64.3	64.7
비유동부채	146.5	101.4	101.4	102.4	102.6
금융부채	123.7	79.0	79.0	79.0	79.0
기타비유동부채	22.8	22.4	22.4	23.4	23.6
부채총계	640.9	662.5	629.5	618.9	607.4
지배주주지분	845.4	834.4	850.1	894.0	947.4
자본금	45.1	45.1	45.1	45.1	45.1
자본잉여금	124.1	124.1	124.1	124.1	124.1
자본조정	(26.2)	(33.1)	(33.1)	(33.1)	(33.1)
기타포괄이익누계액	7.9	8.1	8.1	8.1	8.1
이익잉여금	694.5	690.3	706.0	749.8	803.1
비지배주주지분	12.8	12.6	11.9	10.4	8.6
자본총계	858.2	847.0	862.0	904.4	956.0
순금융부채	246.6	314.7	250.0	242.5	227.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	113.5	114.3	44.9	83.0	100.5
당기순이익	73.5	7.5	25.0	52.4	61.6
조정	(10.6)	41.1	41.0	40.9	41.0
감가상각비	33.6	41.0	41.0	41.0	41.0
외환거래손익	3.6	(1.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(47.7)	1.3	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	50.6	65.7	(21.1)	(10.3)	(2.1)
투자활동 현금흐름	(169.9)	(141.6)	(41.0)	(41.5)	(41.1)
투자자산감소(증가)	(38.5)	(55.7)	(0.0)	(0.5)	(0.1)
자본증가(감소)	(116.8)	(77.8)	(41.0)	(41.0)	(41.0)
기타	(14.6)	(8.1)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	44.6	49.2	(61.9)	(9.9)	(10.0)
금융부채증가(감소)	65.8	68.0	(51.9)	0.1	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.2)	(6.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(19.0)	(11.9)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
현금의 증감	(11.5)	21.9	6.3	7.6	14.9
Unlevered CFO	143.9	74.8	81.4	115.6	127.0
Free Cash Flow	(3.7)	36.5	3.9	42.0	59.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

국도화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.6.20	BUY	50,000		
24.4.18	BUY	47,000	-22.97%	-17.66%
24.1.18	BUY	50,000	-22.70%	-19.20%
23.10.23	BUY	56,000	-29.05%	-24.11%
23.10.16	BUY	65,000	-32.31%	-29.08%
23.6.26	BUY	70,000	-25.67%	-19.43%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 6월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 6월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.12%	5.43%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 06월 17일