

2019년 09월 30일 | 키움증권 리서치센터 | 기업분석

Buy [Initiate]

국도화학 (007690)

꼭 읽어 주십시오

■ 현재주가(9/30) 44,750 원 ■ 목표주가 77,000원

3년을 숨죽여 기다렸습니다. 국도화학의 내년 영업이익은 올해 대비 74.8% 증가할 전망입니다. 주요 원재료(BPA, 가성소다, PO) 가격이 하락하고 있고, 환경 규제로 올해 2~3분기 가동을 중단하였던 중국 에폭시/폴리올 공장의 가동을 개선이 예상되기 때문입니다. 한편 동사는 11.5만톤 규모의 신규 인도 에폭시 공장을 올해 말에서 내년 초 상업 가동에 들어가며, 세계 1위 에폭시 업체 지위를 공고히 할 것으로 보입니다.

키움증권

화학/정유 Analyst 이동욱
02-3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선
02) 3787-4758 mkim36@kiwoom.com

국도화학 (007690)



Stock Data

KOSPI (9/30)	2,063.05pt		
시가총액	2,600억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	54,400원	42,800원	
최고/최저가대비	-17.7%	4.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.4%	-3.3%
	6M	-6.8%	-3.3%
	1Y	-17.7%	-6.6%

Company Data

발행주식수(천주)	5,811천주	
일평균 거래량(3M)	7천주	
외국인 지분율	28.9%	
배당수익률(19.E)	3.4%	
BPS(19.E)	88,440원	
주요 주주	신도케미칼 외 7인	24.0%

Price Trend



Contents

I. Summary	3
> 세계 1위 에폭시 업체	3
> 성장 모멘텀: 해외 투자 확대	3
> 원가 개선 효과	3
II. 세계 1위 에폭시 업체	4
> Company Overview: 47년 이상 흑자 기초 유지	4
> 에폭시, 지속적 증설로 장기 성장성 유지	5
III. 성장 모멘텀: 해외 투자 확대	6
> 중국 선진출 효과	6
> 인도 진출: 에폭시 11.5만톤 신설	7
IV. 원가 개선 효과	8
> 에폭시/폴리올, 원재료 가격 하락 전환	8
V. 실적 전망 및 Valuation	9
> 실적 전망	9
> Valuation	10

Compliance Notice

- 당사는 9월 30일 현재 '국도화학(007690)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

I. Summary

>>> 세계 1위 에폭시 업체

국도화학은 1972년 설립 이후 에폭시 생산에 집중하여 반세기 가까이 흑자 기초를 유지하고 있다. 업력을 바탕으로 국내/외 대형 고정 거래처를 확보하며, 안정적인 실적을 영위하고 있기 때문이다. 한편 동사는 국내/중국 공장의 지속적인 증설로 외형 측면의 장기 성장세를 이어가고 있다. 올해 동사의 에폭시 생산능력(경화제 포함)은 75만톤으로 국내뿐만 아니라 세계 1위를 기록하고 있다. 특히 올해 말에서 내년 초 신규 인도 에폭시 생산능력이 추가되면, 그 지위를 공고히 할 전망이다. 참고로 동사는 지속적인 증설로 업황 반등 시 규모의 경제에 따른 실적 개선 폭이 더욱 커질 것으로 보인다.

>>> 성장 모멘텀: 해외 투자 확대

동사는 2002년부터 시장 규모가 큰 중국 진출 검토 후 중국 에폭시 생산능력을 꾸준히 확대하고 있다. 현재 중국 생산능력은 20만톤을 상회하며, 중국 로컬 시장에 한정하면 대만 Nanya에 이어 생산능력 2위를 기록하고 있다. 또한 동사는 중국 쿤산에 12만톤 규모의 폴리올 공장을 보유하고 있으며, 중국 폴리올 시장 지배력 강화를 위하여, 닝보에 12만톤 규모의 폴리올 공장을 추가 건설할 계획이다. 한편 동사는 향후 시장 성장성이 뛰어난 인도 시장 공략을 위해, 현재 에폭시 11.5만톤 공장을 건설 중에 있다. 빠르면 올해 말에서 내년 초에 상업 가동에 들어갈 것으로 보인다.

>>> 원가 개선 효과

동사의 주요 제품인 에폭시와 폴리올 스프레드가 개선세에 있다. 주요 원재료인 BPA, 가성소다, PO, EO 등 가격이 하락하고 있기 때문이다. 또한 수출주에 우호적인 환율 효과로 원화 환산 스프레드는 추가적으로 상승하고 있다. 동사에 대해 투자 의견 Buy(매수), 목표주가 77,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사에 대해 투자 의견 매수를 제시하는 이유는 1) 창사 이래 한번도 적자를 기록하지 않는 등 사업/재무 안정성이 뛰어나고, 2) 에폭시 수요가 중기적으로 견고한 가운데, 주요 원재료 가격 하락으로 제조원가 개선 효과가 발생하고 있으며, 3) 인도(에폭시), 중국(폴리올) 공장을 신증설하는 등 성장 모멘텀을 보유하고 있고, 4) 폴리이미드/ACF 등 전자재료 사업을 확대하고 있기 때문이다.

투자지표(연결, 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,076.0	1,280.6	1,213.3	1,684.1	1,889.1
영업이익	56.5	68.6	43.2	75.5	94.4
EBITDA	72.1	86.6	64.1	101.2	122.5
세전이익	55.6	65.2	48.8	77.2	97.1
순이익	42.0	46.6	38.1	60.2	75.8
지배주주지분순이익	41.1	45.0	36.8	58.1	73.1
EPS(원)	7,070	7,743	6,325	9,999	12,580
증감률(% YoY)	57.5	9.5	-18.3	58.1	25.8
PER(배)	8.9	5.9	7.0	4.4	3.5
PBR(배)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	7.8	6.8	7.6	5.6	4.7
영업이익률(%)	5.3	5.4	3.6	4.5	5.0
ROE(%)	9.2	9.5	7.3	10.8	12.4
순차입금비율(%)	40.4	63.3	40.9	51.6	46.7

자료: 키움증권 리서치

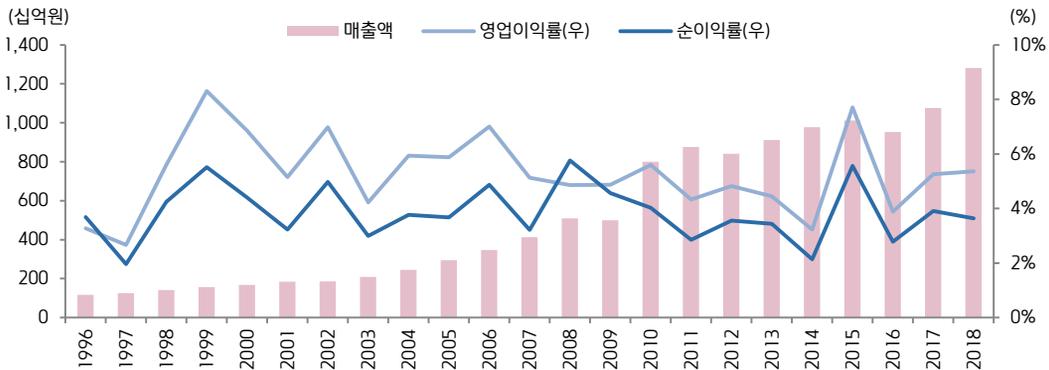
II. 세계 1위 에폭시 업체

>>> Company Overview: 47년 이상 흑자 기초 유지

국내 최대 에폭시 생산업체인 동사는 1972년 설립 이후 에폭시에 집중하여 47년 동안 흑자 기초를 유지하고 있다. 국내 시장 점유율은 65%(2019년 반기)로 국내 에폭시 시장을 선도하고 있으며, 업력을 바탕으로 두산, KCC 등 국내/외 대형 고정 수요처를 확보하고 있다. 현재 동사는 중국 공장을 포함하면 에폭시 생산능력 기준으로 세계 1위 업체이다.

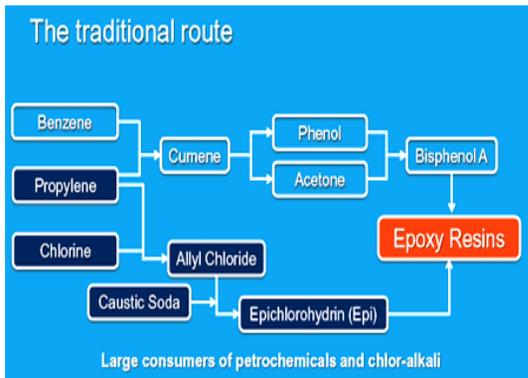
참고로 에폭시는 BPA/ECH 등을 주요 원재료로 투입하여 도료용(중방식, 제관용, PCM 등) 및 전자전기용(PCB/ABS수지/EMC 봉지재 등)에 주로 사용되는 열경화성 수지이다. 복합소재 분야에서는 풍력 블레이드, 우주항공, LED 등에 응용되고 있다. 원재료인 BPA는 LG화학/금호피앤비화학, ECH는 롯데정밀화학/한화케미칼 등에서 조달받고 있다. 또한 에폭시 외에 경화제, 폴리올(생산능력 12만톤) 등도 일괄 생산하고 있다. 한편 동사는 2008년 말 CNC 사업부를 설립한 후 복합재료/정보통신소재 등 신규 고부가 에폭시 적용 시장에도 진출하였다.

국도화학 실적 추이



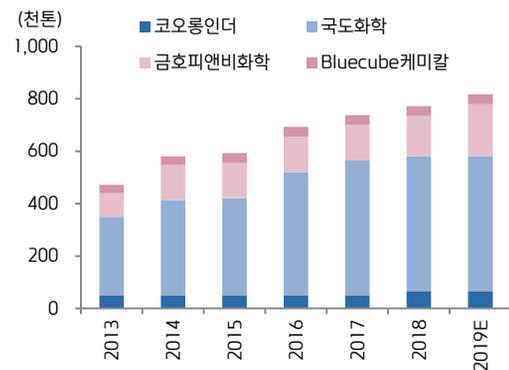
자료: 국도화학, 키움증권 리서치

에폭시 밸류 체인



자료: IHS, 키움증권 리서치

국내 에폭시 생산능력 추이(업체별)



자료: 각사, 키움증권 리서치

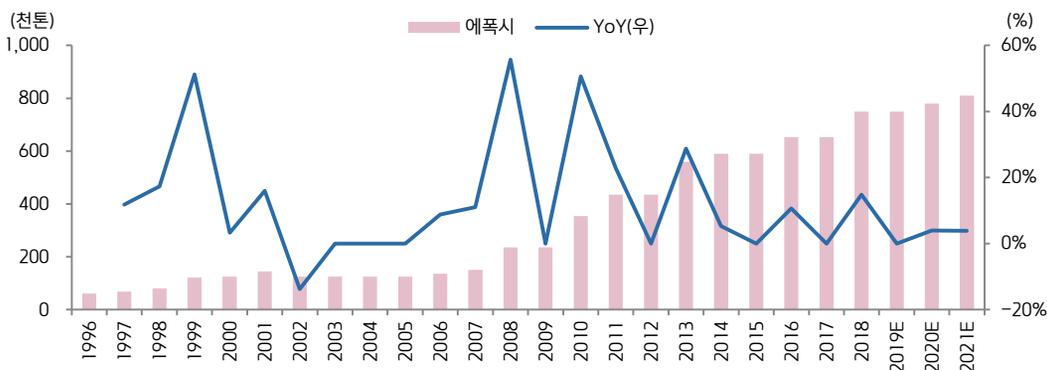
>>> 에폭시, 지속적 증설로 장기 성장성 유지

동사는 국내 및 중국 공장의 지속적인 증설로 외형 측면의 장기 성장세를 이어가고 있다. 1996년부터 2019년까지 동사의 에폭시 생산능력은 연평균 12% 증가하며, 2019년 연결 기준 생산능력은 75만톤에 달할 전망이다.

동사는 2011년 8만톤(부산), 2013년 1.7만톤(익산), 2014년 경화제 3만톤, 2016년 6.3만톤(익산)을 증설하며, 기존 국내 1위 시장 점유율 유지 및 FTA 체결 지역인 유럽/미국 등에 수출을 확대하고 있다. 특히 올해 말에서 내년 초 인도 신규 에폭시 설비가 본격 가동되면서, 세계 1위 점유율 지위를 더욱 공고히 할 것으로 예상된다. 이런 동사의 지속적인 증설은 업황 반등 시 규모의 경제에 따른 실적 개선 폭을 더욱 확대시킬 것으로 보인다.

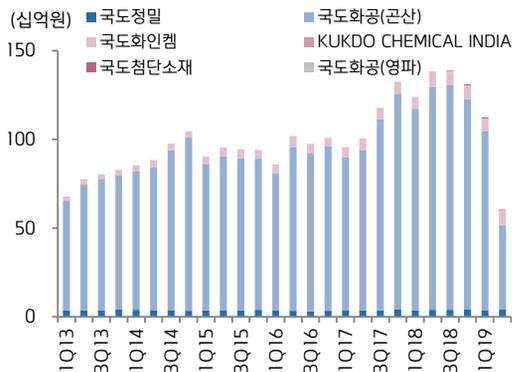
참고로 세계 에폭시 시장은 5개 업체(동사, Olin, Nanya, Hexion, Huntsman)가 세계 시장 점유율 60% 이상을 점유하고 있는 전형적인 과점 시장이다.

국도화학 에폭시 생산능력 추이/전망



자료: 국도화학, 키움증권 리서치

국도화학 연결 자회사 매출액 추이



자료: 국도화학, 키움증권 리서치

국도화학 공장 위치



자료: 국도화학, 키움증권 리서치

III. 성장 모멘텀: 해외 투자 확대

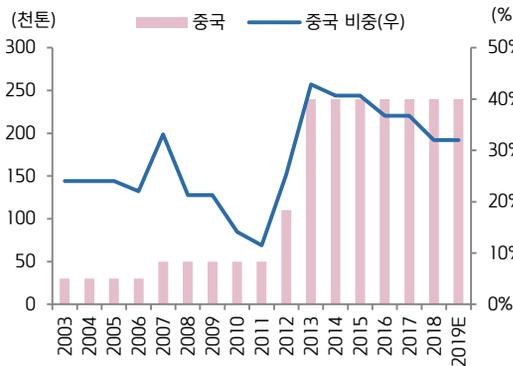
>>> 중국 선진출 효과

동사는 기존 글로벌 경쟁사와 차별되게 수요 성장성이 큰 중국 지역에 선제적/공격적 침투 확대로 국내 및 아시아 지역의 시장 지배력을 강화하고 있다. 동사는 2002년부터 중국 진출 검토 후 2010년 4월 2.25만톤, 2013년 11월 10.8만톤을 증설하며, 현재 동사의 중국 내 에폭시 생산능력은 20만톤을 상회하고 있다. 중국 로컬 시장에 한정하면, 대만 Nanya에 이어 생산능력 기준 2위 업체이다. 또한 동사는 중국 쿤산에 12만톤 규모의 폴리올 공장을 보유하고 있다.

한편 올해 상반기 중국 장쑤성 옌청에서 화학/금속가공 공장들의 폭발 사고가 발생하였다. 이에 장쑤성 내 모든 화학 공장에 대한 안전 검사 실시로 동사의 쿤산 에폭시/폴리올 공장도 생산 중단이 발생하였다. 기존 제품/재고 활용과 국내에서 제품을 공급받았지만, 2~3분기 실적에 부정적으로 작용할 전망이다. 다만 동사는 쿤산시의 행정절차 완료 후 올해 9월 16일부터 공장 재가동을 시작하였다. 현재 에폭시 공장은 정상적으로 재가동하였고, 폴리올 공장은 쿤산시의 정책으로 일부 원재료의 사용이 제한되어 부분적으로 가동하고 있는 것으로 보인다.

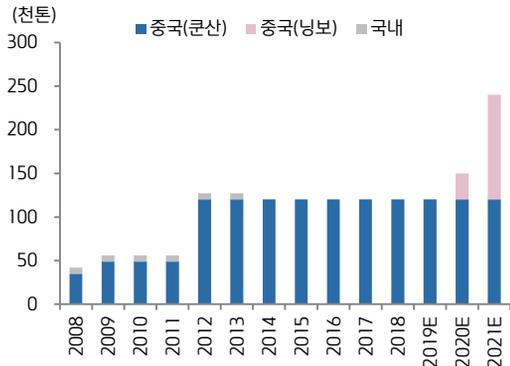
또한 동사는 중국 폴리올 시장 강화를 위하여 닝보시에 12만톤 규모의 폴리올 공장을 건설할 계획이며, 2020년 9월 완공 예정이다. 이에 동사의 중국 폴리올 생산능력은 2020년 24만톤 규모로 증가할 것으로 전망된다.

국도화학 에폭시 중국 생산능력 추이



자료: 국도화학, 키움증권 리서치

국도화학 폴리올 생산능력 추이/전망



자료: 국도화학, 키움증권 리서치

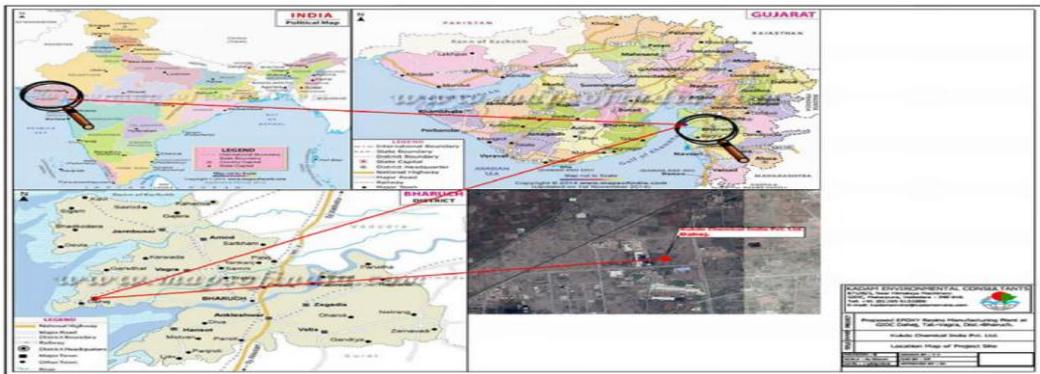
>>> 인도 진출: 에폭시 11.5만톤 신설

동사는 주력 제품인 에폭시 수지 사업 기반 확대를 위하여 인도 시장을 진출하였다. 인도 Gujarat에 위치한 신규 공장은 빠르면 올해 말부터 본격적으로 상업 가동에 들어갈 것으로 보인다. 약 320 Cr Rs.(약 500억원)가 투입된 동 신규 프로젝트의 생산능력은 에폭시 11.5만톤(Solid 2만톤, Solvent 2만톤, Liquid 6만톤, 경화제 1.5만톤)으로 추정된다. 이에 올해 하반기 수요 성장성이 큰 인도 시장 진출에 따른 성장 모멘텀을 추가해야 할 것으로 보인다.

현재 인도는 에폭시를 세계에서 3번째로 많이 소비하고 있는데, 시장 성장으로 향후 5년 안에는 2번째, 10년 안에는 중국에 이어 세계 2위 에폭시 시장(50만톤 이상)이 될 전망이다. 참고로 인도의 에폭시 시장 규모(2017년)는 약 20만톤으로 기존 생산능력 14만톤을 고려할 경우 6만톤의 에폭시를 수입하고 있다.

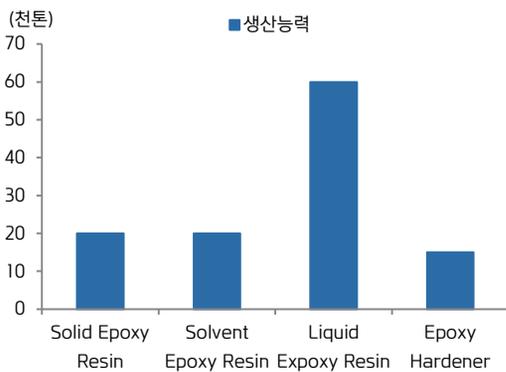
한편 환경 평가 보고서 등에 따르면, 동사는 이번 인도 프로젝트를 위하여 약 32,000평의 부지를 확보하였고, 이중 35%는 신규 제품 및 확장 등을 위한 미래 부지로 사용할 계획으로 보인다.

국도화학 인도 프로젝트 위치



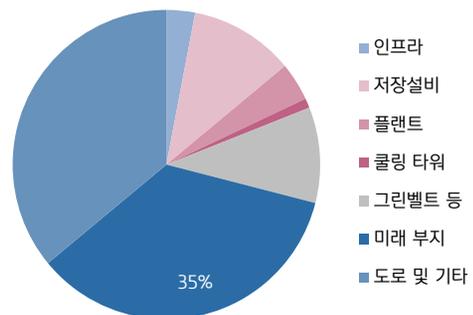
자료: KD, 키움증권 리서치

국도화학 인도 프로젝트 생산능력



자료: KD, 키움증권 리서치

국도화학 인도 프로젝트 Area Breakup



자료: KD, 키움증권 리서치

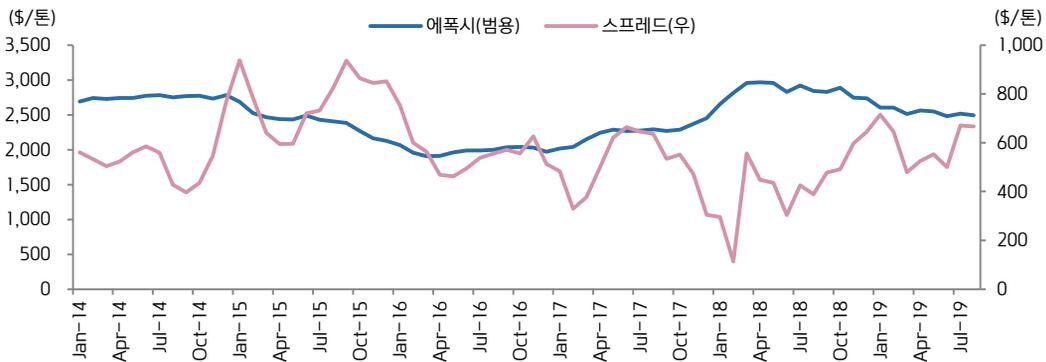
IV. 원가 개선 효과

>>> 에폭시/폴리올, 원재료 가격 하락 전환

동사 주요 제품인 에폭시의 스프레드가 개선 추세에 있다. 원재료 중 BPA/가성소다 가격이 하락하였기 때문이다. 특히 작년 중순 톤당 \$1,850을 상회하던 BPA는 현재(9월 23일) \$1,175로 40% 가까이 하락하며, 3년래 최저치를 기록하고 있다. 미-중 무역 분쟁에 따른 수요 둔화 및 다운스트림 유닛들의 정기보수 등으로 인한 가동률 감축에 기인한다. 또한 가성소다도 최근 가격(9월 23일, \$285/DMT)이 반등하고 있지만, 2017년 말 전 고점 대비해서는 약 60% 빠진 상황이다. 한편 IHS/Olin에 따르면, 세계 에폭시 수요는 신흥국 수요 증가 및 다운스트림 풍력/라미네이트/조선 등의 업황 개선으로 2017~2021년 동안 연평균 4%의 수요 성장이 예상된다.

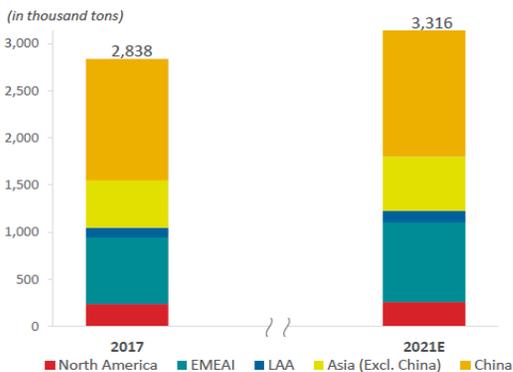
또한 동사의 주요 제품 중 하나인 폴리올도 스프레드가 확대되고 있다. 제품 가격은 중국의 엄격한 환경 심사 실시 및 매크로 이슈에 따른 수요 부진으로 하락세에 있으나, 원재료인 PO/EO는 역대 공급 과잉 발생으로 가격 하락 폭이 더 컸기 때문이다. 한편 동사는 POP(Polymer Polyol) 라인 가동 및 축적된 기술/노하우/시장 인지도를 바탕으로 타 중국 로컬 업체 대비 ASP가 높은 것으로 추정된다.

국내 범용 에폭시 가격 및 스프레드 추이



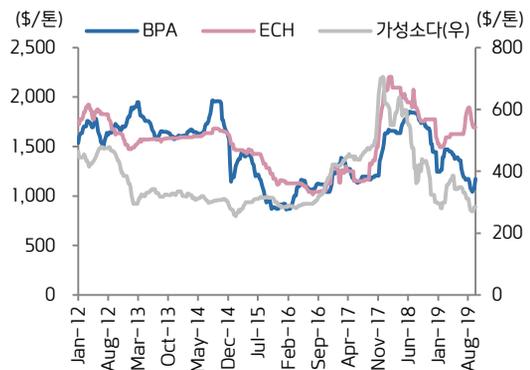
자료: KITA, 키움증권 리서치

세계 에폭시 수요 전망



자료: IHS, 키움증권 리서치

에폭시(전통적인 공법) 원재료 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

V. 실적 전망 및 Valuation

>>> 실적 전망

동사의 내년 영업이익은 755억원으로 올해 대비 74.8% 증가할 전망이다.

이는 1) 예년 대비 수출주에 우호적인 환율 효과가 지속되고 있고, 2) BPA, 가성소다 등 주요 원재료 가격 하락으로 제조원가 개선이 예상되며, 3) 올해 중국 쿤산 에폭시/폴리올 공장 가동 정지에 따른 물량 측면의 기저 효과가 전망되고, 4) 내년 11.5만톤의 신규 인도 프로젝트의 본격적인 상업화가 예상되기 때문이다. 또한 삼성SDI에서 인수한 ACF도 기존 전자재료사업과 시너지를 발휘해 내년부터 온기 실적에 반영될 것으로 보인다.

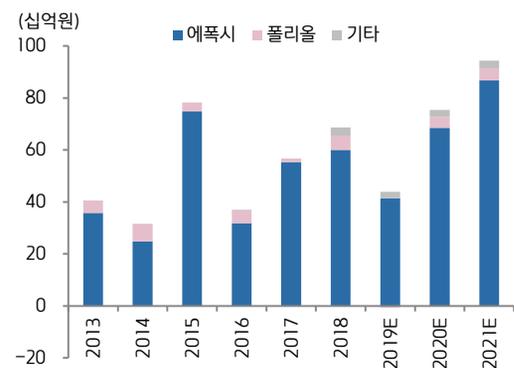
참고로 ACF는 디스플레이와 회로 기판을 연결하는 양면 테이프 형태의 필름으로 TV/핸드폰 등 다양한 전자부품에 사용되는 점착소재이다. 세계 시장 규모는 약 3,000억원 규모이며, 기존 삼성SDI의 ACF 사업부 매출액은 150억원 수준으로 추정된다.

국도화학 실적 전망

(단위: 십억원)	2019E				2020E				2017	2018	2019E	2020E	
	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	에폭시	273	277	310	321	371	395	398	394	960	1,164	1,182	1,558
	폴리올	40	17	21	36	53	48	54	59	188	203	114	215
	기타	-18	-29	-17	-18	-21	-22	-23	-23	-72	-86	-82	-89
	합계	294	265	314	340	404	421	429	430	1,076	1,281	1,213	1,684
영업 이익	에폭시	11	11	9	11	15	16	19	19	55	60	42	69
	폴리올	1	-1	-1	-1	1	1	1	1	1	6	-1	4
	기타	1	0	1	1	1	1	1	1	0	3	2	3
	합계	12	10	9	11	17	17	20	21	57	69	43	75

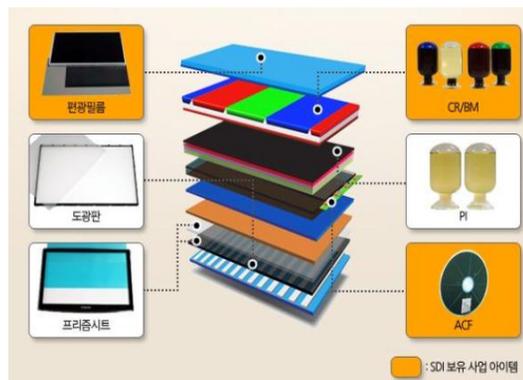
자료: 국도화학, 키움증권 리서치

국도화학 영업이익 추이/전망



자료: 국도화학, 키움증권 리서치

삼성SDI 디스플레이 소재 현황



자료: 삼성SDI, 키움증권 리서치

>>> Valuation

동사에 대해 투자 의견 Buy(매수), 목표주가 77,000원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 영업가치(2020년 EBITDA 추정치, Multiple 7.1배), 투자자산가치(2019년 2분기) 및 순차입금(2020년 추정치)을 합산하여 산출하였다. 참고로 목표주가는 9월 27일 증가 대비 73.4%의 상승여력이 있다.

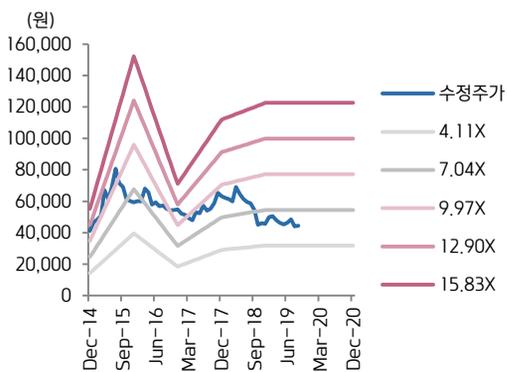
동사에 대해 투자 의견 매수를 제시하는 이유는 1) 1972년 창사 이래 에폭시 생산에 특화/전문화하면서 단 한번도 적자를 기록한 적이 없는 등 사업/재무 안정성이 뛰어나고, 2) 에폭시 수요가 중기적으로 견고할 것으로 전망되는 가운데, 주요 원재료 가격 하락으로 원가 개선 효과가 나타날 가능성이 크며, 3) 인도(에폭시)/중국(폴리올) 추가 신증설로 물량 측면의 신규 모멘텀이 발생하고, 4) 폴리이미드/ACF 등 전자재료 사업을 확대하며 사업 포트폴리오 다각화를 지속적으로 추진하고 있기 때문이다.

국도화학 Valuation

(억원, 배, 천주)	EBITDA	Multiple		비고
화학 등	1,012	7.1	7,195	과거 10년 평균 배수 10% 할인
영업가치 합(A)			7,195	
투자자산가치(B)			37	2019년 2분기 장부가치
순차입금(D)			2,966	2020년 추정치
시가총액(E=A+B+C-D)			4,266	
주식수(F)			5,566	자사주 제외
적정주가(E/F)			76,636	
목표주가			77,000	백원단위 절상
현재주가			44,400	9/27일 증가기준
상승여력			73.4%	현재주가 대비

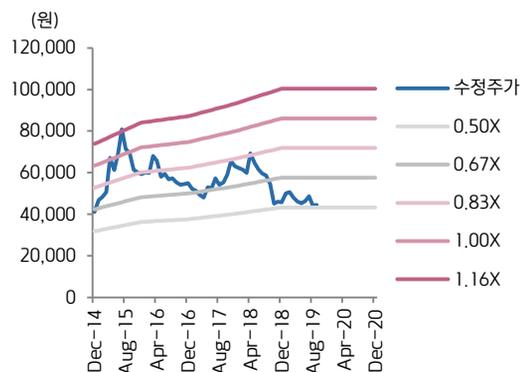
자료: 국도화학, 키움증권 리서치

국도화학 PER Band



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

국도화학 PBR Band



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,076.0	1,280.6	1,213.3	1,684.1	1,889.1
매출원가	950.6	1,138.7	1,100.3	1,512.1	1,686.4
매출총이익	125.4	141.9	113.0	172.1	202.7
판매비	68.9	73.3	69.8	96.6	108.3
영업이익	56.5	68.6	43.2	75.5	94.4
EBITDA	72.1	86.6	64.1	101.2	122.5
영업외손익	-0.9	-3.4	5.6	1.7	2.7
이자수익	2.6	3.5	11.9	8.4	9.8
이자비용	3.1	6.3	6.9	7.3	7.7
외환관련이익	5.4	6.1	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	5.3	7.6	4.1	4.1	4.1
중속 및 관계기업손익	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-0.4	1.1	1.0	1.0	1.0
법인세차감전이익	55.6	65.2	48.8	77.2	97.1
법인세비용	13.5	18.6	10.7	17.0	21.4
계속사업손익	42.0	46.6	38.1	60.2	75.8
당기순이익	42.0	46.6	38.1	60.2	75.8
지배주주순이익	41.1	45.0	36.8	58.1	73.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.0	19.0	-5.3	38.8	12.2
영업이익 증감율	52.8	21.4	-37.0	74.8	25.0
EBITDA 증감율	37.7	20.1	-26.0	57.9	21.0
지배주주순이익의 증감율	57.5	9.5	-18.2	57.9	25.8
EPS 증감율	57.5	9.5	-18.3	58.1	25.8
매출총이익률(%)	11.7	11.1	9.3	10.2	10.7
영업이익률(%)	5.3	5.4	3.6	4.5	5.0
EBITDA Margin(%)	6.7	6.8	5.3	6.0	6.5
지배주주순이익률(%)	3.8	3.5	3.0	3.4	3.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	431.0	451.2	567.3	652.4	736.9
현금 및 현금성자산	21.9	33.1	169.2	112.7	135.4
단기금융자산	63.5	24.1	24.1	24.1	24.1
매출채권 및 기타채권	230.3	256.1	242.6	336.8	377.8
재고자산	106.2	128.5	121.8	169.1	189.6
기타유동자산	72.6	33.5	33.7	33.8	34.1
비유동자산	357.5	403.2	407.0	431.0	452.7
투자자산	53.6	49.7	4.4	4.2	3.9
유형자산	300.5	332.9	382.5	407.3	429.7
무형자산	1.9	7.4	6.9	6.3	5.9
기타비유동자산	1.5	13.2	13.2	13.2	13.2
자산총계	788.5	854.4	974.3	1,083.5	1,189.6
유동부채	232.7	269.6	327.8	363.2	379.9
매입채무 및 기타채무	143.5	127.4	124.7	160.1	176.9
단기금융부채	155.9	264.0	264.0	264.0	264.0
기타유동부채	-66.7	-121.8	-60.9	-60.9	-61.0
비유동부채	88.0	85.2	120.2	145.2	170.2
장기금융부채	147.1	139.9	174.9	199.9	224.9
기타비유동부채	-59.1	-54.7	-54.7	-54.7	-54.7
부채총계	320.7	354.8	448.0	508.4	550.1
지배지분	458.2	488.6	513.9	560.6	622.2
자본금	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
자본잉여금	46.2	46.2	46.2	46.2	46.2
기타자본	-8.4	-14.5	-14.5	-14.5	-14.5
기타포괄손익누계액	-3.3	-1.7	-4.8	-7.9	-11.0
이익잉여금	394.6	429.5	457.9	507.6	572.4
비지배지분	9.7	11.1	12.4	14.5	17.2
자본총계	467.9	499.6	526.3	575.1	639.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	30.1	-12.1	132.1	-25.5	53.7
당기순이익	42.0	46.6	38.1	60.2	75.8
비현금항목의 가감	32.0	42.2	21.3	36.2	42.0
유형자산감가상각비	15.6	17.8	20.4	25.2	27.6
무형자산감가상각비	0.0	0.1	0.6	0.5	0.5
지분법평가손익	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	16.5	24.5	0.5	10.7	14.1
영업활동자산부채증감	-39.7	-80.7	78.2	-106.2	-45.0
매출채권및기타채권의감소	-45.0	-11.2	13.5	-94.2	-41.0
재고자산의감소	-23.4	-22.5	6.8	-47.3	-20.6
매입채무및기타채무의증가	32.6	-44.2	-2.7	35.4	16.8
기타	-3.9	-2.8	60.6	-0.1	-0.2
기타현금흐름	-4.2	-20.2	-5.5	-15.7	-19.1
투자활동 현금흐름	-76.9	-11.2	-32.2	-57.2	-57.2
유형자산의 취득	-44.1	-41.2	-70.0	-50.0	-50.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 취득	0.0	-5.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-40.5	3.6	45.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	7.8	39.4	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
재무활동 현금흐름	21.9	34.9	26.7	16.7	16.7
차입금의 증가(감소)	37.4	49.6	35.0	25.0	25.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-8.4	-6.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.1	-8.6	-8.3	-8.3	-8.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.4	-0.3	9.6	9.6	9.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-25.3	11.2	136.1	-56.5	22.7
기초현금 및 현금성자산	47.2	21.9	33.1	169.2	112.7
기말현금 및 현금성자산	21.9	33.1	169.2	112.7	135.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, 배, %)

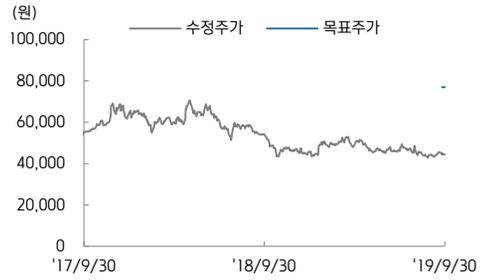
12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	7,070	7,743	6,325	9,999	12,580
BPS	78,858	84,082	88,440	96,473	107,086
CFPS	12,744	15,293	10,222	16,601	20,271
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	8.9	5.9	7.0	4.4	3.5
PER(최고)	9.9	9.3	8.5		
PER(최저)	6.5	5.5	6.7		
PBR	0.80	0.54	0.50	0.46	0.41
PBR(최고)	0.89	0.86	0.61		
PBR(최저)	0.59	0.50	0.48		
PSR	0.34	0.21	0.21	0.15	0.14
PCFR	5.0	3.0	4.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	7.8	6.8	7.6	5.6	4.7
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	20.2	17.9	21.9	13.9	11.0
배당수익률(%, 보통주, 현금)	2.4	3.3	3.4	3.4	3.4
ROA	5.7	5.7	4.2	5.9	6.7
ROE	9.2	9.5	7.3	10.8	12.4
ROIC	8.2	7.7	4.6	7.6	8.4
매출채권회전율	5.2	5.3	4.9	5.8	5.3
재고자산회전율	11.3	10.9	9.7	11.6	10.5
부채비율	68.5	71.0	85.1	88.4	86.0
순차입금비율	40.4	63.3	40.9	51.6	46.7
이자보상배율	18.1	10.9	6.3	10.3	12.2
총차입금	274.3	373.5	408.5	433.5	458.5
순차입금	188.9	316.3	215.2	296.6	298.9
NOPLAT	72.1	86.6	64.1	101.2	122.5
FCF	-24.2	-59.1	62.9	-71.6	6.8

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)	
				가격 대상 시점	평균 주가 대비 최고 주가 대비
국도화학 (007690)	2019/09/30	Buy(Initiate)	77,000원	6개월	

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%