

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[국도화학]

투자 사이클에서 회수 사이클로 전환

인도법인, 증설이 아니라 두 번째 이익 중심으로

국도화학(세계 1위 에폭시 업체)의 중장기 실적에서 가장 눈여겨볼 지역은 인도다. 인도 에폭시/경화제 시장은 세계 시장보다 빠른 성장이 예상되고 있으며, 에폭시(액상) 수요도 현재 약 20만톤에서 2028년 약 30만톤까지 확대될 전망이다. 국도화학은 인도 생산능력을 4만톤에서 10만톤까지 늘리면서 현지 시장 점유율도 약 21% 수준까지 높아진 것으로 추정된다. 인도법인 매출액은 2023~2025년 연평균 약 77% 증가했고, 2026년 상반기에는 순이익 흑자로 전환되었다. 향후에는 매출액 성장보다 이익 기여 속도가 더 중요하다. 신규 공장은 초기에 낮은 가동률과 감가상각비 부담으로 수익성이 낮지만 일정 수준 이상의 가동률에 도달하면 추가 판매량이 이익으로 연결되는 폭이 빠르게 커진다. 인도법인이 이미 손익분기점을 넘어섰다면 앞으로의 증산은 연결 매출액 증가와 함께 전사 수익성 개선으로 이어질 가능성이 높다. 특히 인도가 수입산 에폭시에 대한 무역장벽을 높이고 있다는 점을 고려하면, 선제적으로 현지 생산능력을 확보한 국도화학의 입지는 시간이 지날수록 유리해질 수 있다.

에폭시 지역화, 업황 턴어라운드보다 중요한 구조 변화

에폭시 업황의 회복 여부만으로 국도화학을 판단하기에도 시장 구조가 달라지고 있다. 중국에서는 BPA(비스페놀에이)를 비롯한 원료 증설이 이어지면서 원재료 가격의 상승 여력이 제한되고 있는 반면, 중국산 에폭시 완제품은 미국/유럽/인도에서 반덤핑 규제에 직면하고 있다. 원료의 공급과잉은 국도화학의 원가 부담을 낮추지만, 완제품의 공급과잉이 해외 주요 시장까지 그대로 전달되기는 어려워진 셈이다. 국도화학은 한국과 중국, 인도에 생산거점을 확보하고 있어 이러한 시장 분절에 대응하기에도 유리하다. 한국에서는 미국과 유럽 수요에 대응하고, 인도에서는 현지 생산을 통해 보호무역 장벽 안에서 시장 성장의 수혜를 받을 수 있으며, 중국 법인은 현지 수요를 담당하는 구조다. 향후 언론에서 제기된 LG화학의 BPA 자산과 관련한 수직계열화까지 현실화된다면 원료 조달 측면의 안정성도 높아질 수 있다. 결국 이번 사이클에서는 중국의 공급과잉을 일방적인 악재로 볼 필요가 없다. BPA 공급과잉은 원가를 낮추는 방향으로 작용하는 반면, 중국산 에폭시의 해외 확장은 무역장벽에 의해 제한되면서 과거보다 국도화학에 유리한 스프레드 환경이 형성될 가능성이 있기 때문이다.

전기전자/반도체용 특수 에폭시는 밸류에이션 리레이팅 옵션

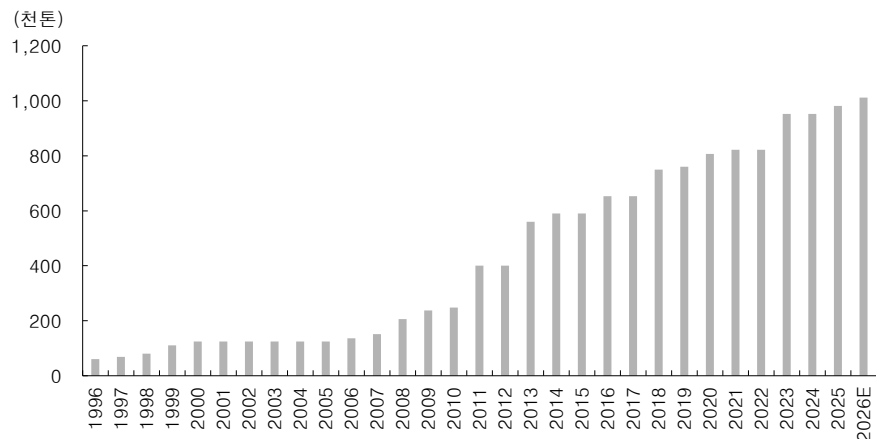
제품 구성의 변화도 중장기적으로는 밸류에이션에 영향을 줄 수 있다. AI 서버와 HBM의 확대에 따라 PCB와 패키지기판에 요구되는 성능이 높아지면서 에폭시 역시 낮은 유전율과 유전손실, 높은 내열성, 낮은 열팽창 등 보다 높은 물성을 요구받고 있다. 범용 도료용 에폭시와 전기전자/반도체용 고기능성 제품은 동일한 에폭시 사업 안에서도 수익성과 고객 진입장벽에 차이가 크다.

국도화학이 추가적으로 전기전자와 반도체/AI용 소재 비중을 높일 수 있다면 향후 실적 개선은 범용 에폭시 판가 상승에만 의존하지 않게 된다. 현재 시장은 여전히 국도화학을 범용 에폭시 업황에 실적이 좌우되는 화학업체로 평가하고 있지만, 인도에서의 물량 성장과 함께 고부가 에폭시/경화제, CCL/반도체 관련 소재의 비중이 확대된다면 이익의 변동성은 낮아지고 수익성은 높아질 여지가 있다.

대규모 투자 사이클 일단락, Capex 부담 축소 국면 전환

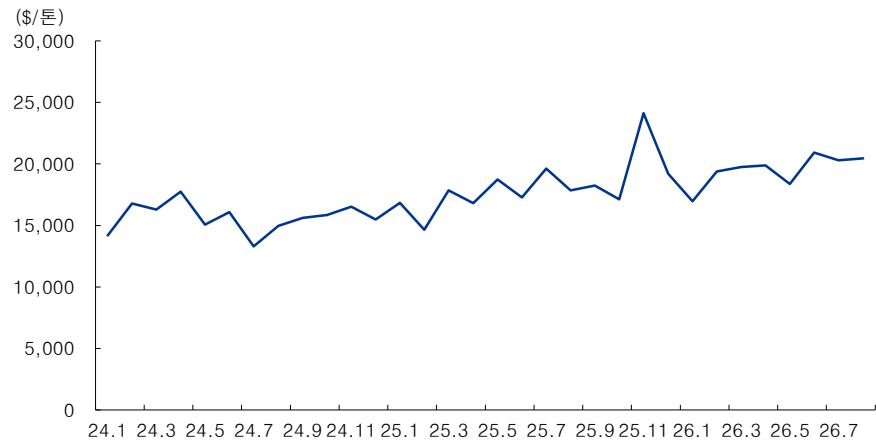
마지막으로 투자자는 지난 수년간 이어졌던 투자 부담이 정점을 지나고 있다는 점을 주목할 필요가 있다. 국도화학은 2021년 791억원, 2022년 1,231억원, 2023년 867억원, 2024년 989억원의 Capex를 집행했고, 지분투자과 이자비용 증가까지 겹치면서 차입금 부담이 확대됐다. 그러나 2025년 인도 6만톤 증설이 완료됐고 Capex도 428억원으로 감소했다. 2027년 중국 Ningbo 법인 증설까지 마무리되면 대규모 증설 사이클은 상당 부분 일단락될 가능성이 높다. 앞으로는 투자 규모가 줄어드는 가운데 이미 집행한 투자가 가동률 상승과 이익 증가로 회수되는 구간에 진입하는 셈이다. 인도법인의 이익 기여 확대, 에폭시 시장의 지역화에 따른 마진 개선, 고부가 제품 비중 상승이 맞물린다면 EBITDA 개선이 자연스럽게 잉여현금흐름과 재무구조 개선으로 연결될 수 있다. 국도화학을 바라보는 시각도 이제 에폭시 가격의 단기 반등보다는, 지난 수년간의 투자가 어느 정도의 이익과 현금흐름으로 돌아오기 시작하는지를 확인하는 쪽으로 옮겨갈 필요가 있어 보인다.

그림 1. 국도화학 에폭시 생산능력 추이/전망



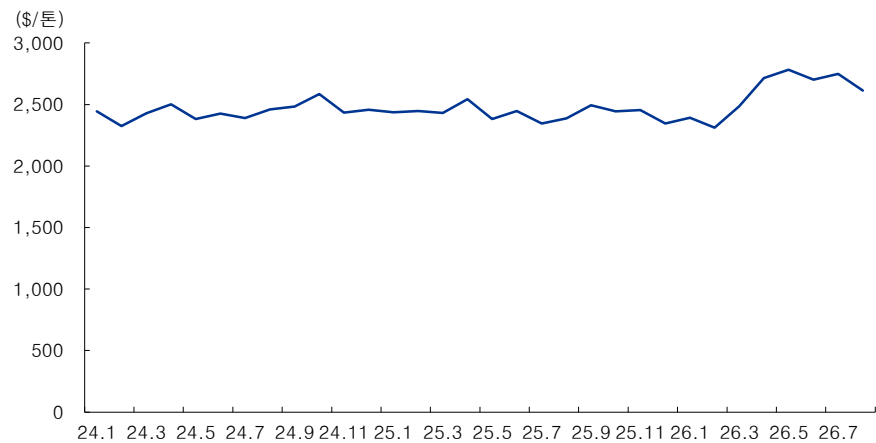
자료: 국도화학, IBK투자증권

그림 2. 국내 반도체용 예폭시 가격 추이



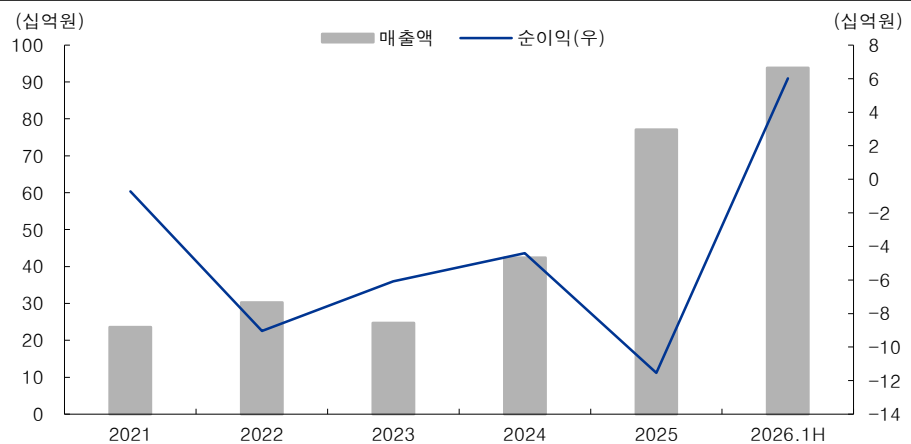
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 범용(기타) 예폭시 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 국도화학 인도 법인 실적 추이



자료: 국도화학, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.